

SELECCIÓN DE ARTÍCULOS PUBLICADOS

Segundo trimestre de 2011

Instituto Econospérides

Relación de artículos seleccionados, publicados en el segundo trimestre de 2011

Instituto Econospérides

Crisis económica

El Estado o la nada. *José María López*. Málaga Hoy, 27 de abril de 2011.
España, ¿una crisis a la japonesa? *José María O'Kean*. El País, 19 de Junio de 2011.
La ciencia económica en crisis. *James Bradford*. El País, 22 de mayo de 2011.
Lecciones de la crisis de la deuda soberana. *Guillermo de la Dehesa*. El País, 19 de junio de 2011.

Desigualdad

Alertas sobre la desigualdad. *José M. Domínguez*. 20 de abril de 2011.
La desigualdad no es rentable. *Emilio Ontiveros*. El País, 1 de mayo de 2011.

Fiscalidad

El impuesto sobre sociedades del futuro. *Alberto Estrelles*. Cinco Días, 6 de abril de 2011.

Política económica

Fallos de diseño y de gestión del área euro. *Guillermo de la Dehesa*. El País, 8 de mayo de 2011.
El Banco Central Europeo y la inflación. *Luis de Guindos*. El Mundo, 10 de abril de 2011.
La UE precisa un ministro de finanzas común. *Simon Johnson*. El Economista. 8 de Junio de 2011.

Previsiones económicas

Previsiones 2011-2012. *Ángel Laborda*. El País, 29 de mayo de 2011.

Reformas económicas

Cómo reformar la regulación hipotecaria. *Manuel González*. Expansión, 17 de junio de 2011.
Crisis y reformas en España. *Miguel Boyer*. El País, 3 de abril de 2011.
La reforma de la reforma bancaria. *Howard Davies*. Expansión, 26 de abril de 2011.
Miedo a reestructurar. *Alfredo Pastor*. El País, 12 de junio de 2011.
Un duro camino por delante. *Ángel Laborda*. El País, 15 de mayo de 2011.

Regulación

Regular las agencias de rating. *Javier Ayuso*. El País, 27 de marzo de 2011.

El Estado o la nada

José María López

Málaga Hoy, 27 de abril de 2011.

El Estado o la nada



José María López Jiménez

Abogado

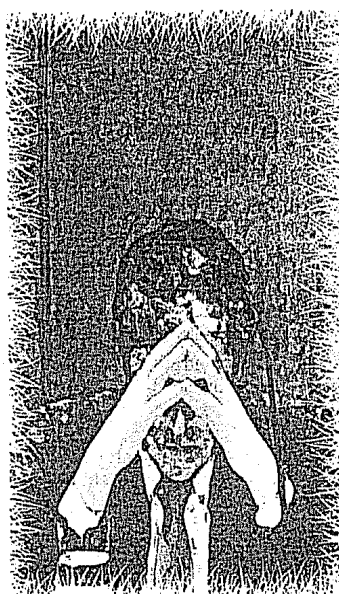
ALLÁ por el siglo XVI, Jean Bodin definió la soberanía, de forma grandilocuente, como el poder absoluto y perpetuo de una república. Se trata de un concepto polémico desde su acuñación, cuando los incipientes Estados europeos de la época, erigidos sobre las monarquías, pugnaban con el Imperio, el Papado e incluso algunos municipios por lograr la supremacía en la detentación y ejercicio del poder político.

Es por ello que causa consternación contemplar la caída de Estados como Grecia, Irlanda y ahora Portugal, llamados en principio, al menos dentro de sus respectivos territorios, a ejercer un poder "absoluto y perpetuo", antes a mayor gloria de los monarcas, ahora en beneficio de sus ciudadanos, pero que no son ni tan siquiera viables financieramente.

El caso de Portugal es algo anómalo, pues en estos momentos dicho país sufre un vacío de poder en tanto no se celebren nuevas elecciones, por lo que aún no se han concretado (decir "negociado" nos parece puro sarcasmo) las contrapartidas de la ayuda financiera que recibirá procedente de sus socios comunitarios y el Fondo Monetario Internacional, que serán sin duda más gravosas para los portugueses que las medidas que se podrían haber adoptado voluntariamente por los representantes políticos lusos.

Sin embargo, si atendemos a las condiciones impuestas a Irlanda meses atrás, el panorama para el pobre ciudadano portugués es desalentador, pues el programa de ajuste será más o menos de esta laya: reducción del sueldo de los funcionarios –en Irlanda del 10 por ciento–, paulatino aumento de la edad de jubilación –en el caso irlandés hasta los 68 años–, reducción del déficit público hasta el 3 por ciento, saneamiento del presupuesto del Estado, reforzamiento del capital de la banca, etcétera. Es decir, me-

Se continúan recibiendo ofertas de potenciales inversores, públicos y privados, que muestran su buena voluntad brindando sus excedentes monetarios



nor actividad económica, mayor esfuerzo para los contribuyentes y peor redistribución de las rentas, ya que una parte sustancial se habrá de dedicar a pagar deuda e intereses, con nula generación neta de riqueza por tanto.

Que una maquinaria de la complejidad y magnitud de la estructura estatal entre en colapso sólo se explica por una pésima gestión en la sincronización de los tiempos, acelerando gastos, que en

ocasiones ni siquiera son productivos, sin la correlativa paciencia para allegar ingresos.

Entretanto, se continúan recibiendo de aquí y de allá ofertas de potenciales inversores, públicos y privados, que muestran su buena voluntad brindando sus excedentes monetarios para ayudar a los Estados con problemas financieros: no hay nada como tener dinero fresco en época de crisis para hacer buenos negocios a un óptimo precio.

En *La crisis financiera internacional* (cuarto año) Torrero Mañas traza un magnífico paralelismo entre las dos formas de entender la banca, que son la banca comercial y la banca de inversión.

Merece la pena transcribir este párrafo: "Los bancos comerciales tradicionales se dedican a actividades de tipo recurrente, con un plazo dilatado entre la siembra y la recolección, y con preocupación por el seguimiento del cultivo, esto es, de la relación concebida a largo plazo. Los bancos de inversión se dedican a la caza, a la búsqueda de piezas, de operaciones concretas que les permitan un ingreso inmediato y en ocasiones importantísimo si la pieza que derriban es de gran tamaño".

La banca de inversión causante de esta crisis, la norteamericana primordialmente, ha sucumbido a sus propias trampas, desapareciendo o transformándose en banca comercial. Sin embargo, ello no supone que los depredadores se hayan esfumado, sino que lo más probable es que bajo otras formas y con otras argucias sigan al acecho de una buena pieza, incluso estatal.

Hay que poner coto a las apetencias desmedidas de los mercados, que son tan fríos como sibilinos (Trías de Bes), y ponderar de los intereses en juego cual es el que reporta mayores beneficios, y no sólo económicos, al interés de la mayoría. Creemos que merece la pena preservar al Estado como forma de organización política que, en línea con la Declaración de Independencia de los Estados Unidos de América, permita a cada ciudadano buscar la felicidad para sí, en armonía con el resto de individuos.

España, ¿una crisis a la japonesa?

José María O'Kean

El País, 19 de Junio de 2011

España, ¿una crisis a la japonesa?

Por JOSÉ MARÍA O'KEAN

Japón atraviesa desde hace 20 años una crisis económica y social cuyo origen fue muy similar a la crisis actual de la economía española. A principios de los ochenta parecía que podía llegar a hacer sombra a la economía norteamericana, sus exportaciones crecían y sus compañías multinacionales, punteras en alta tecnología, invadían los mercados. En 1985, los ministros de finanzas del G-5 y los gobernadores de sus bancos centrales promovieron el Acuerdo del Hotel Plaza y acordaron un ajuste ordenado de las divisas que supuso una apreciación del yen respecto al dólar del 50%. Se iniciaron así unos años de pérdida de competitividad de la economía japonesa, y cinco años más tarde se produjo una explosión de la burbuja inmobiliaria y bursátil que hizo perder a los japoneses la mitad de sus ahorros y la riqueza acumulada. Hoy, décadas después, tras innumerables medidas de política económica por parte de diversos Gobiernos, y cuando el desastre del último terremoto vuelve a hundir las expectativas del país, la economía japonesa sigue estancada, su población más joven está sumida en la tristeza y considera con resignación la austeridad y el infrconsumo como los valores predominantes de su época. Y muchos piensan que son una generación perdida.

¿Puede ocurrir esto con los jóvenes españoles, como vaticina la OCDE? ¿Es posible que la economía española haya iniciado su declive después de los dos ciclos expansivos desde la transición democrática? Sin duda, el paralelismo entre Japón 1990 y España 2009 es evidente, tanto en sus orígenes como en la falta de respuesta a los problemas reales, y debemos prestar atención a las enseñanzas que este caso puede dejarnos.

En 1985, el Gobierno japonés cedió ante la presión estadounidense para apreciar su moneda con objeto de reducir el enorme déficit comercial de Estados Unidos. Algo muy parecido a lo que Washington pretende ahora conseguir del Gobierno chino. La economía japonesa, que crecía a una media aproximada del 6%, intentó afrontar el nuevo escenario deslocalizando empresas a otros países asiáticos de mano de obra barata y, a su vez, bajó tipos de interés con una política monetaria expansiva para incrementar la inversión interna. Sin embargo, los japoneses, en lugar de intentar mejorar la competitividad perdida aumentando la productividad de

su tejido empresarial, compraron viviendas, cuyos precios empezaron a subir muy rápidamente, y canalizaron sus elevados ahorros hacia la compra de activos financieros, impulsando una fuerte subida de la Bolsa. Una vez que el precio de la vivienda y de los activos financieros fue subiendo, pidieron préstamos a los bajos tipos de interés existentes para aprovechar estas subidas especulativas y así la doble burbuja, del precio de la vivienda y del precio de las acciones, empezó a inflarse. Sin duda, hasta aquí el paralelismo entre la economía japonesa de entonces y la economía española de ahora es evidente. Monedas fuertes que restan competitividad, política monetaria muy expansiva, como la realizada por el BCE para animar la economía alemana, e inversión financiera y en viviendas con un fuerte endeudamiento, en lugar de hacer inversiones productivas en tecnología y conocimiento que mejoraran la productividad de las em-

Es mejor afrontar la crisis con toda su crudeza y con rapidez que intentar salir lentamente de ella

Mantener el crecimiento con el gasto público acaba expulsando al sector productivo de la economía

presas y restaurara la competitividad perdida por la apreciación de la moneda.

La inflación en Japón empezó a subir, se inició una política monetaria restrictiva —el tipo de descuento subió al 6%— y en 1990 estalló la burbuja financiera, desplomando el precio de la vivienda y la cotización de los activos financieros (algo parecido a lo ocurrido tras la subida de tipos del BCE de mediados de 2007). Esta pérdida de riqueza originó que las familias y las empresas japonesas no pudieran devolver las deudas contraídas, y el sistema financiero se tambaleó. La economía entró en crisis, aumentó el paro y se produjeron numerosos cambios de Gobierno con políticas erráticas en lo fiscal, pero generalmente muy expansivas, llevando la deuda pública emitida del 3% de PIB de 1990 al

200% del PIB que tiene en la actualidad. En general, y tras la subida del tipo de interés inicial, la política monetaria siguió siendo muy expansiva con tipos de interés casi nulos. A pesar de ello, el pueblo japonés optó por ahorrar y no consumir. Los márgenes empresariales cayeron y las empresas no hicieron inversiones productivas. La Bolsa y el precio de las viviendas nunca se recuperaron. El gasto público junto con las exportaciones han sido los componentes de la demanda agregada que han tirado durante estos veinte años de una economía que siempre fue aplazando afrontar la crisis de su sistema bancario y ha entrado en unas décadas de deflación, bajas tasas de crecimiento y estancamiento de su PIB por habitante. Según los datos más recientes, China ya ha superado a Japón, y mientras en 1985 el PIB japonés era la mitad del PIB norteamericano, hoy es menos de la tercera parte.

Indudablemente España no podría mantener la lenta agonía de la economía japonesa. El alto nivel de ahorro japonés, su sector exterior, que sigue siendo superavitario, la independencia de su política monetaria de un área monetaria común y la posibilidad de fluctuación de su moneda permiten esta permanente combinación de políticas fiscal y monetaria expansivas y promueven ahorros suficientes para financiar el déficit público, hoy del 8% del PIB, y la refinanciación de la elevada deuda emitida. El resultado de los diversos intentos de recuperación (Gobiernos de Miyazawa, Hosokawa, Muruyama, Hashimoto, Obuchi, Mori, Koizumi, Abe, Aso, Hatoyama y Naoto Han) ha sido un fuerte *crowding out* que ha dado lugar a un mayor peso al sector público en la economía, a la pérdida de liderazgo de las empresas tecnológicas y a la aparición de la *generación de los sueños rotos* —integrada por quienes piensan que consumir es una estupidez— también denominada *generación de la supervivencia*. Y en todos estos años, los intentos de salir de esta situación, que han sido muchos, incluyendo el programa de profundas reformas estructurales del Gobierno de Koizumi (2001-2006), no han dado resultados. Los casos de corrupción que han aflorado han sido numerosos, y los cambios de Gobierno, permanentes. La política económica japonesa ha dado la impresión de ser como un médico que prueba diferentes terapias sin saber cuál es realmente la enfermedad a la que se enfrenta.

¿Qué deberíamos aprender de la gestión de la crisis japonesa? En primer lugar, que es mejor afrontar la crisis con toda su crudeza y con rapidez que intentar salir lentamente de ella ocultando los problemas o retrasando las reformas. Un largo periodo de tiempo en crisis sin ofrecer un horizonte de futuro termina generando un cambio de expectativas y finalmente un cambio cultural. En segundo lugar, que ocultar la crisis financiera hace que se pierda la eficacia de la política monetaria. El dinero creado es absorbido ilimitadamente por los bancos para mantener la liquidez, y el crédito —al consumo y a la inversión productiva— no se restablece. En tercer lugar, que querer mantener el crecimiento de un país con el gasto público termina expulsando al sector productivo de la economía y deslocalizando empresas y a las personas mejor formadas.

Finalmente, deberíamos aprender de una vez para siempre que tenemos que diferenciar tres tipologías de inversión: la inversión en activos financieros, la inversión en vivienda e infraestructura y la inversión en equipos, formación y tecnología; y que los efectos que producen cada una de ellas en la productividad de la economía y en el empleo que generan son distintos. Debemos incentivar la inversión productiva de un país porque es la que genera un empleo sostenible, algo que no ocurre con la vivienda o la infraestructura. Y las autoridades monetarias, al igual que vigilan que los precios de los bienes sean moderados, debería hacer lo mismo con los precios de las viviendas y de los activos financieros.

Afortunadamente, España, en el entorno de la Unión Monetaria, no puede mantener una salida de la crisis tan lenta como la japonesa y como la que inicialmente hemos planteado, puesto que las exigencias comunitarias son mayores y ni su ahorro, ni el saldo de su cuenta corriente, le permite refinanciar con facilidad la deuda contraída. Es cierto que estamos acometiendo algunas reformas que pueden que eviten el rescate financiero del país. Pero las enseñanzas de la crisis japonesa, al margen de nuestros propios problemas estructurales, deberíamos tenerlas muy en cuenta. ■

José María O'Kean es profesor de Economía de IE Business School y catedrático de Economía de la Universidad Pablo de Olavide.

La ciencia económica en crisis

James Bradford

El País, 22 de mayo de 2011

La ciencia económica en crisis

J. BRADFORD
DELONG

El momento más interesante de una reciente conferencia celebrada en Bretton Woods (New Hampshire), allí donde tuvo lugar en 1945 la reunión en la que se creó la actual estructura económica mundial, se produjo cuando el articulista de *Financial Times* Martin Wolf preguntó a Larry Summers, exsecretario del Tesoro de EE UU y exasesor de política económica del presidente Barack Obama: "¿Indica lo que ha ocurrido en los últimos años simplemente que los economistas no entendieron lo que estaba sucediendo?"

Esta fue la parte más interesante de la larga respuesta de Summers: "Hay muchas enseñanzas en la obra de Bagehot sobre la crisis por la que acabamos de pasar. Hay más aún en la de Minsky y tal vez más aún en la de Kindleberger". Puede parecer oscura a los legos en economía, pero fue una acusación devastadora.

Bagehot (1826-1877) fue un director de *The Economist* en el siglo XIX que en 1873 publicó un libro, *Lombard Street*, sobre los mercados financieros. No cabe duda de que Summers está en lo cierto: en *Lombard Street* hay muchísimas enseñanzas sobre la crisis de la que ahora estamos recuperándonos.

La forma mejor de conocer a Minsky (1919-1996) no es mediante sus ensayos completos, titulados *Can It Happen Again?* (*¿Podría volver a ocurrir?*), sino mediante la utilización que Kindleberger (1910-2003) hizo de su obra en el libro de 1978 *Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises* (*Entusiasmos, pánicos y desplomes bursátiles. Historia de las crisis financieras*). Cuando se le preguntó a qué autor se debía recurrir para entender lo que estaba ocurriendo en 2008, Summers citó a tres hombres ya fallecidos, un libro escrito hace 33 años y otro escrito en el penúltimo siglo.

Después, Summers amplió su respuesta para incluir a economistas vivos: "Eichengreen, Akerlof, Shiller y muchos, muchos, otros". Habló de "la revolución en las finanzas, cuando se comprendió que los precios de los activos muestran una gran inestabilidad que en nada refleja los principios básicos", pero añadió que "la macroeconomía estuvo a la altura de revolución". A consecuencia de ello, "para gran perjuicio de la macroeconomía contemporánea", sus colegas economistas no entendieron los precios de los activos, los entusiasmos, los pánicos y la liquidez.

Para Summers, el problema es el de que hay muchos elementos "que dis-

traen, confunden y niegan los problemas (...) en el primer curso de la mayoría de los programas de doctorado". A consecuencia de ello, aunque "la ciencia económica sabe bastante, ha olvidado no poco que es pertinente y ha quedado enormemente distraída".

Creo que los juicios de Summers son acertados y correctos, y me cuento entre quienes habían olvidado y se habían dejado distraer, pese a que siempre he prescrito el estudio de *Lombard Street* a los alumnos de mis cursos de historia económica y de *Entusiasmos, pánicos y desplomes bursátiles* a los de mis clases de ma-

riesgo, que me parecieron —y siguen pareciéndome— pequeñas (desde el punto de vista del tamaño de la economía mundial); la deficiencia de los controles de riesgos en los más importantes bancos muy apalancados; la magnitud de la re-

Necesitamos más historiadores de la economía y menos constructores de modelos

podido endeudarse para apoyar la demanda sin desencadenar un rápido aumento de los tipos de interés.

Me asombra la magnitud de la catástrofe, pero aún me asombra más la aparente incapacidad de la ciencia económica académica para adoptar las medidas necesarias a fin de prepararse con miras al futuro. "Debemos cambiar nuestros métodos de contratación laboral": eso es lo que esperaba yo oír decir a los departamentos de economía de todo el mundo a raíz de la crisis.

La realidad es que necesitamos menos teóricos de los mercados eficientes y más especialistas en microestructura, límites del arbitraje y sesgos cognoscitivos. Necesitamos menos teóricos del equilibrio entre las empresas y los ciclos y más keynesianos y monetaristas de los de antes. Necesitamos más historiadores monetarios e historiadores del pensamiento económico y menos constructores de modelos. Necesitamos más Eichengreen, Shiller, Akerlof, Reinhart y Rogoff... por no hablar de Kindleberger, Minsky o Bagehot.

Sin embargo, no es eso lo que los departamentos de economía están diciendo ahora mismo.

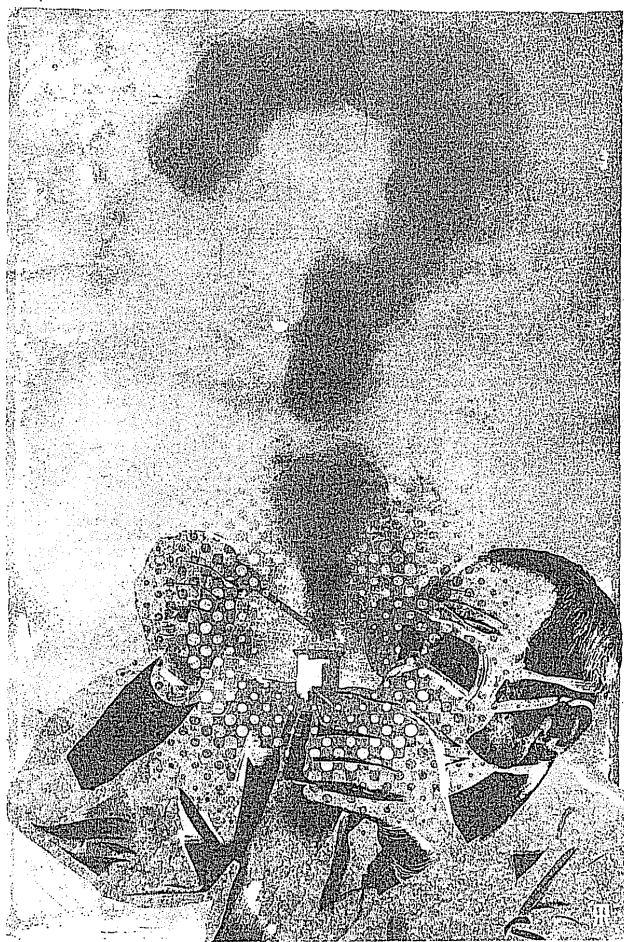
Tal vez se me escape lo que está sucediendo. Tal vez los departamentos de economía se estén reorientando, después de la gran recesión, de forma similar a como lo hicieron en una dirección monetarista después de la inflación del decenio de 1970, pero, si se me está escapando algún gran cambio, me gustaría que alguien me lo mostrara.

Tal vez los departamentos académicos de economía pierdan ascendente intelectual e influencia frente a otros: desde las escuelas de administración de empresas y los programas de política pública hasta los departamentos de ciencia política, pasando por los de psicología y sociología. Cuando los rectores y estudiantes de las universidades exijan pertinencia y utilidad, tal vez esos colegas se pongan a enseñar cómo funciona la economía y dejen a los economistas académicos inmersos en una disciplina reducida a su mínima expresión y que se limite a enseñar la teoría de las opciones lógicas.

O tal vez la ciencia económica siga siendo una disciplina que olvide la mayor parte de lo que en tiempos supo y se permita el lujo de permanecer constantemente distraída y confusa y de negar la realidad. Si así fuere, todos perderíamos mucho. ■

J. Bradford DeLong, exsecretario adjunto del Tesoro de EE UU, es profesor de Economía en la Universidad de California en Berkeley e investigador asociado en la Oficina Nacional de Investigaciones Económicas.

(c) Project Syndicate, 2011.
Traducción de Carlos Manzano.



RAFAEL RICO

croeconomía y siempre he prestado una atención detenida y respetuosa a Eichengreen, Akerlof y Shiller.

Pero me asombraron los siguientes fenómenos: el enorme pánico producido por las pérdidas con las hipotecas de alto

deducción de la demanda; el grado de ineficiencia de las fuerzas encargadas de restablecer el equilibrio del mercado a la hora de reequilibrar la oferta y la demanda del mercado laboral; y lo mucho que los gobiernos de los países fundamentales han

Lecciones de la crisis de la deuda soberana

Guillermo de la Dehesa

El País, 19 de junio de 2011

Lecciones de la crisis de la deuda soberana

GUILLERMO
DE LA DEHESA

Paradójicamente, aunque ningún Estado miembro del área euro ha impagado su deuda desde 1939, la actual crisis de deuda soberana ha provocado los mismos efectos de incertidumbre, desconfianza, salidas de capitales y contagio que otras crisis anteriores sufridas por los países emergentes. ¿Qué es lo que hemos aprendido?

La primera lección es que crisis de deuda exterior privada puede provocar crisis de deuda soberana. En Grecia han coincidido simultáneamente ambas crisis, ya que en 2009 su deuda pública era del 113% del PIB y su deuda privada externa era del 91%. En Portugal, la deuda exterior privada, que era del 172% del PIB en 2009, ha terminado aumentando la deuda pública en 20 puntos del PIB, hasta el 83%, en 2010. Además, ahora, la crisis soberana, a su vez, está retroalimentando la de la deuda exterior privada, al incrementar el nivel de los márgenes o *spreads* privados.

En Irlanda, la crisis de los bancos privados, por su excesivo peso en el PIB y por haber financiado la mayor burbuja inmobiliaria del área euro, ha sido garantizada y pagada por el Estado, lo que ha hecho duplicar su deuda soberana, alcanzando el 102% del PIB en 2010. En España, la deuda exterior privada era del 135% en 2009, pero partía de deuda soberana de solo el 39,8% del PIB en 2008 (una de las tres más bajas del área euro). Esta ha alcanzado el 64% en 2010, pero solo podría llegar como máximo al 69% del PIB, no lejos del 60% que es el nivel que se considera sostenible por el Tratado.

La segunda lección es que los inversores han reconfirmado que un país no puede ni debe emitir deuda en una moneda que no controla. Al formar parte del área euro en 1999, los Estados miembros han perdido el control sobre su moneda, y eso hace que aumente la probabilidad de su impago. Por ejemplo, España tiene un nivel de déficit y de deuda soberana inferiores a los de Reino Unido, que eran -7,8% y 83% del PIB en 2010, pero los mercados financieros le asignan una probabilidad de impago más de tres veces superior a la de Reino Unido de acuerdo con los *spreads* actuales.

La razón principal es que es muy difícil que los inversores puedan provocar un impago de la deuda soberana británica, ya que, si deciden venderla, pueden comprar deuda privada británica si quieren mantenerse en libras o vender las libras recibidas en el mercado de cambios. Dicha venta hace que los *spreads* de la deuda británica suban y la libra se deprecie, pero la liquidez se queda dentro de Reino Unido y su oferta monetaria se mantiene constante, ya que las libras vendidas han sido compradas por otro inversor, convirtiéndose en depósitos en libras. Los bancos invertirán dichos depósitos de nuevo en deuda

soberana, por ser más segura y poder descontarla en el Banco de Inglaterra, y si hubiera problemas de pago, este último seguiría prestando al Tesoro británico para evitar su impago.

Por el contrario, en el caso de España u otro Estado miembro del área euro, si los inversores venden deuda soberana española y quieren mantener su posición en euros, la invertirán en la deuda soberana de otro Estado miembro, con lo que la

versor que los compre. En ambos casos el euro apenas se deprecia.

Además, si hay una venta masiva de deuda, el artículo 123 del Tratado prohíbe al BCE prestar a los Estados miembros, luego la crisis de liquidez puede llegar a provocar un impago de la deuda. Esto fue lo que ocurrió con Grecia en mayo de 2010, cuando fue rescatada en última instancia por el EFSF y el FMI, poco antes de haber impagado, lo que

banco central para financiarla o, en última instancia, porque puede subir los impuestos para pagarla. La única solución para este problema de diseño del área euro es bien conocida: hay que avanzar rápidamente hacia una unión fiscal y hacia un prestamista de liquidez de última instancia.

La tercera lección es que los mercados financieros tienden a alcanzar equilibrios extremos, pasando de confianza absoluta a desconfianza absoluta.

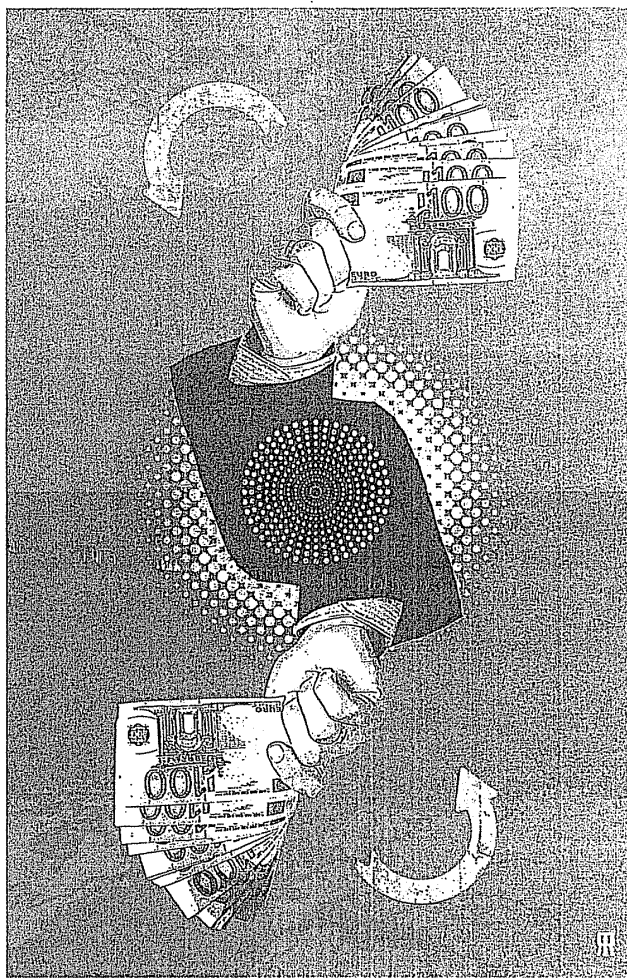
No suelen estabilizarse en posiciones intermedias, al estar sujetos a comportamientos de rebote en situaciones de incertidumbre que les empujan hacia el otro extremo. La prueba es que en los primeros años del área euro, los márgenes de rendimiento de la deuda de casi todos los Estados miembros sobre el bono alemán eran mínimos y ahora se han multiplicado entre diez y cincuenta veces.

Finalmente, la cuarta lección es que los mercados financieros determinan sus *spreads* en mayor medida por los niveles de deuda exterior que por los de deuda soberana. Tienen una mayor correlación con los niveles de la primera que los de la segunda, y también con los niveles de déficit por cuenta corriente que con los de la deuda soberana. Dan una mayor importancia al tamaño de la posición externa neta deudora de los Estados miembros del área euro y al tamaño de sus pasivos externos netos bancarios a la hora de determinar sus CDS que a que su deuda interna sea pública o privada.

Por ejemplo, aunque la deuda soberana bruta española es de unos 64 puntos porcentuales de PIB menor que la de Italia, paga mayores *spreads* porque su deuda total exterior neta es un 87% del PIB frente al solo 30% del PIB en Italia. Los mercados castigan en mayor medida a los Estados miembros que han incurrido en mayores déficits corrientes y mayores niveles de deuda exterior neta, ya que suelen sufrir mayores problemas de liquidez al hacer frente a su servicio de deuda. Por esta razón, cuanto mayor sea la proporción de su deuda soberana en manos de residentes en cada país mayor será su sostenibilidad y viceversa.

La razón está en que si la mayor parte de su deuda soberana está en manos de residentes, será más probable pagarla, ya que el país puede imponer impuestos a dichos residentes sobre un porcentaje de sus tenencias de deuda, mientras que si está en manos de no residentes, no podrá imponerles ningún impuesto. Esto ocurre asimismo entre los Estados miembros del área euro que son todavía fiscalmente independientes. Esta razón tiene también un componente político, ya que cuanto mayor sea la proporción del total de la deuda soberana en manos de residentes mayor será su incentivo para votar al partido que esté dispuesto a aumentar impuestos para evitar su impago, mientras que si está en manos de no residentes apoyarán masivamente al que esté dispuesto a su impago. ■

Guillermo de la Dehesa es presidente del Centre for Economic Policy Research (CEPR).



Los mercados castigan a los Estados con mayores déficits corrientes y más deuda externa neta

liquidez se desplaza desde España al otro miembro, reduciéndose su base monetaria. Y si venden los euros en el mercado de cambios, la liquidez queda dentro del área, pero en el Estado miembro del in-

hubiera provocado una gravísima crisis en el área euro, y es lo que vuelve a ocurrir ahora. Es decir, los inversores más especulativos, que son minoría, saben que, persistiendo en sus ventas de deuda soberana de un Estado miembro, pueden llegar a provocarle una crisis de liquidez y finalmente de solvencia, ya que no puede acudir a su banco central para pagarla.

La deuda soberana tiene menos riesgos que la privada, o incluso puede ser considerada de riesgo cero, por dos razones: porque el país deudor puede acudir a su

miembros del área euro que son todavía fiscalmente independientes. Esta razón tiene también un componente político, ya que cuanto mayor sea la proporción del total de la deuda soberana en manos de residentes mayor será su incentivo para votar al partido que esté dispuesto a aumentar impuestos para evitar su impago, mientras que si está en manos de no residentes apoyarán masivamente al que esté dispuesto a su impago. ■

Alertas sobre la desigualdad

José M. Domínguez

20 de abril de 2011

ALERTAS SOBRE LA DESIGUALDAD

Carece de sentido una concentración ilimitada de riqueza como pretender repartir igualitariamente cuando no hay frutos



José M. Domínguez Martínez

► Catedrático de Hacienda Pública de la Universidad de Málaga

Tradicionalmente, las cuestiones que han acaparado la atención prioritaria de los economistas han ido variando a impulsos de movimientos pendulares. Durante los años de euforia de la denominada «Gran Moderación», el protagonismo concedido a la eficiencia económica parecía eclipsar, en el ámbito de las naciones más desarrolladas, la perspectiva de la justicia y la distribución. La existencia de desigualdad se había convertido en un problema secundario en un sistema económico capaz de ofrecer innumerables oportunidades de generación de renta y empleo.

El aumento del bienestar de las clases medias se veía implícitamente como un argumento pragmático para no cuestionar, sobre todo después del retroceso en las urnas de los partidos comunistas, las descomunales diferencias respecto a las élites situadas en el extremo superior de la pirámide social ni la acumulación de inmensas fortunas, tanto de viejo como de nuevo

cuño. Las meras apelaciones a la ética no eran, naturalmente, un instrumento operativo para atenuar las desigualdades en un sistema como el capitalista del que intrínsecamente forman parte, por lo que, consiguientemente, reclamaban la acción correctora del Estado.

Como consecuencia de las secuelas de la crisis económica internacional, que ha afectado de manera muy dispar a las familias en función de su posición socioeconómica, se están alzando voces, algunas de ellas muy acreditadas, que vienen a alertar acerca de los riesgos que conlleva el mantenimiento y, en algunos casos, la ampliación de las diferencias entre los ciudadanos normales y los pertenecientes a los estratos más privilegiados. Títulos como la «Gran Divergencia» o el «Gran Engaño» son etiquetas frecuentes en el debate actual.

Dicha corriente de opinión, de perfil heterogéneo, presenta algunas connotaciones y también algunas disimilitudes con las proclamas efectuadas, hace más de siglo y medio, en el «Manifiesto Comunista». Entonces Marx y Engels apelaban a la desesperada situación de los proletarios –que, en la revolución comunista, según ellos, no tenían, que perder sino sus cadenas– para transformar el orden social vigente; ahora, algunos analistas advierten de la necesidad de acabar con las desigualdades intolerables si no se quiere poner en peligro el sistema establecido. En palabras del Premio Nobel de Economía estadounidense Joseph E. Stiglitz, «es el sentido de un sistema injusto sin oportunidad el que ha originado las conflu-

graciones en Oriente Medio: el alza de los precios de los alimentos y el creciente y persistente desempleo juvenil simplemente sirvieron como mecha». Aun cuando haya diferencias, algo más que sutiles, entre la situación en los países aludidos y las democracias occidentales, se trata de una reflexión que no debería caer en saco roto.

Evaluar adecuadamente la desigualdad en un país es una tarea bastante compleja que requiere abordar, como mínimo, los siguientes aspectos:

1. Dimensión de las desigualdades: Existen diferentes indicadores y distintas agrupaciones de las personas mejor situadas (20%, 10%, 1%), sin que haya una definición universalmente aceptada de qué debe entenderse por una «persona rica». Hay también algunas cuestiones metodológicas que dilucidar, como el cómputo de personas o de familias, o la imputación de los beneficios de los programas de gasto público. En España, la parte de la renta total que va al 20% de la población mejor situada equivale a más de 5 veces la que corresponde al 20% peor situado. Por otro lado, el 1% más rico (de los hogares) posee un 13,2% de la riqueza total (un 40% en Estados Unidos). Un reciente estudio de Eurostat, que constata pocos cambios en la distribución en España entre 2003 y 2008, reconoce que «es frustrante lo poco que podemos saber de lo ocurrido desde 2007» en la Unión Europea.

2. Origen de las desigualdades: En una economía capitalista de mercado, la distribución de la renta y la riqueza va a depender de las dotaciones de recursos que posea cada persona, de su precio y de su uso. Cada uno de estos factores es fuente de diferencias, pero, indudablemente, el primero, la propiedad, es esencial.

3. Actuación correctora del Estado: El sector público puede atenuar las desigualdades resultantes del mercado por dos vías fundamentales: los impuestos y los gastos; los primeros, si se distribuyen progresivamente, acortan las diferencias relativas, pero no mejoran la

posición absoluta de los pobres; su aportación es fundamental para la financiación de los programas de gasto público, la única vía para ayudar efectivamente a los más desfavorecidos.

4. Tamaño de la tarta: Especialmente en un escenario de globalización y de alta movilidad territorial de algunos recursos productivos (capital financiero, empresas, artistas, deportistas y profesionales de élite, entre otros), el tamaño de la tarta, de la renta disponible, no es independiente de la forma en la que se reparta, como tampoco de las dotaciones de infraestructuras y servicios públicos. Con los actuales esquemas sociales, tan importante es el tamaño como su distribución: carece de sentido un crecimiento que implique una concentración ilimitada de riqueza como pretender repartir igualitariamente cuando no hay frutos que repartir.

5. Recetas para la igualdad: Últimamente tienden a proliferar propuestas que abogan por poner coto a un sistema que ha mostrado sus debilidades a raíz de la crisis económica y financiera internacional. Aunque no se mencione expresamente, algunas de ellas están contenidas en el celeberrimo Manifiesto antes citado, tales como la expropiación de la propiedad de la tierra, un impuesto fuertemente progresivo, la abolición del derecho de herencia o la centralización del crédito poniéndolo en manos del Estado. Sobre el papel es bastante fácil enunciar cualquier batería de medidas para atajar las desigualdades sociales. Otra cosa son los logros reales.

Frente al capitalismo puro y al socialismo ortodoxo, el modelo europeo del Estado del bienestar ha logrado registros muy notables durante décadas. Los retos presentes y venideros obligan a algunos reajustes para asegurar un equilibrio estable entre los pilares de la eficiencia económica y la justicia social. El uno no puede sostenerse a largo plazo sin el otro. La experiencia histórica es pródiga en episodios, algunos bastante dramáticos, que recuerdan lo que puede acontecer cuando se abandona uno de los dos.

La desigualdad no es rentable

Emilio Ontiveros

El País, 1 de mayo de 2011

La desigualdad no es rentable

EMILIO
ONTIVEROS

La desigualdad en la distribución de la renta ha aumentado en los últimos años de forma significativa en muchos países. La crisis actual está ampliando esas diferencias, también en las economías avanzadas. Los economistas Thomas Piketty y Emmanuel Sáez han demostrado, en el caso de EE UU, que el valor de los indicadores de distribución de la renta es ahora equivalente a los existentes en 1928, en el umbral de esa otra crisis, parangonable a la actual, la que desencadenó la Gran Depresión. Es en ese país donde se están llevando a cabo diversas investigaciones acerca de las causas y consecuencias de la ampliación de esa desigualdad. Las notas que siguen comentan algunas consecuencias, de la mano de la evidencia encontrada sobre la influencia de la desigualdad en tres ámbitos: la confianza en el seno de las sociedades, la determinación de la crisis financiera, y la generación de conflictos bélicos como los ahora vigentes en algunos países del norte de África y Medio Oriente. Trataré de mantener al margen juicios de valor y consideraciones de esa filosofía moral de la que se ocupó Adam Smith en *Una teoría de los sentimientos morales*, un cuarto de siglo antes de publicar su *Riqueza de las naciones*. Anticipo la conclusión general: la excesiva desigualdad en la distribución de la renta no favorece la sostenibilidad del crecimiento económico; no es rentable para el conjunto de la sociedad.

► **Desigualdad y confianza.** La confianza entre los agentes económicos, y de estos en sus instituciones, forma parte de esa nueva forma de capital, el social, que, sin menoscabo de la necesaria competencia, permite formas de colaboración generadoras de ganancias sociales. Se considera un elemento favorecedor del crecimiento y otras variables económicas. Algunos trabajos recientes demuestran la correlación negativa entre la desigualdad en la distribución de la renta y la confianza. Shaun P. Hargreaves Heap, Jonathan H. W. Tan y Daniel John Zizzo (*Trust, inequality and the market*) también alcanzan conclusiones relevantes sobre la influencia de la distribución de la renta en la confianza que proyectan los participantes en un mercado. La evidencia existe también en el ámbito de empresa, como Steven Covey ha ilustrado: el mundo de los negocios se resiente si la confianza es erosionada.

Datos de la OCDE ilustran que son las economías de Dinamarca, Noruega, Finlandia, Suecia y Holanda donde es mayor el porcentaje de individuos que muestra confianza en los demás. La competitividad internacional de esas economías, la intensidad en ventas basadas en el conocimiento y en la calidad del capital humano, es tan envidiable como el principal indicador de bienestar, el PIB por habitante. Los analistas de esa institución

concluyen igualmente que la elevada desigualdad en la distribución está correlacionada negativamente con la confianza.

► **Desigualdad y crisis financiera.** De las consecuencias que está teniendo la crisis sobre la desigualdad de la renta y de la riqueza las evidencias son numerosas. También lo son los efectos en términos de desafección, de aumento de la desconfianza, de los agentes económicos respecto de instituciones básicas del siste-

do el pasado noviembre, se sostiene que el elevado apalancamiento de las familias y las subsecuentes crisis financieras surgen como consecuencia de cambios en la distribución de la renta. El análisis empírico, basado en EE UU, se centra en 1920-1929 y 1983-2008. Ambos periodos presiden un muy apreciable aumento en la participación de los ricos en la distribución de la renta y de la riqueza, un ascenso en el apalancamiento de los demás y,

FMI y profesor de Chicago. En un artículo del pasado julio (*How inequality fueled the crisis*) detalla conclusiones que ya avanzó en su libro *Fault Lines*. Sus afirmaciones son contundentes: "Por cínico que pueda parecer, el crédito fácil ha sido utilizado a lo largo de la historia como un paliativo para aquellos gobiernos incapaces de atender directamente las más profundas ansiedades de la clase media". Según Rajan, la expansión de la propiedad

de la vivienda —uno de los elementos esenciales del sueño americano— a las familias de renta baja fue la pieza clave para alcanzar los más amplios objetivos de expansión del crédito y del consumo. Fue el creciente gap en la distribución de la renta el que estimuló el boom crediticio que acabó precipitando la crisis financiera. La paradoja, que también constata este autor, es que la severidad de la crisis está contribuyendo a reducir de forma significativa ese número de propietarios por la vía más dramática de las ejecuciones hipotecarias.

Aun cuando otros economistas, como los profesores del MIT, D. Acemoglu, o S. Johnson hayan matizado la relevancia de esos objetivos políticos de distribución indirecta, concediendo mucha mayor importancia a la dinámica de innovación financiera creada por los propios operadores bancarios, las vinculaciones causales de Rajan disponen de gran relevancia.

► **Desigualdad y conflictos bélicos.** La desigualdad excesiva también está siendo convocada como una de las causas más importantes en todos los diagnósticos que se formulan sobre los conflictos abiertos en el norte de África y Oriente Medio. Lo han hecho, es verdad que un poco tarde, el Banco Mundial y el FMI. Entre los economistas académicos, Kenneth Rogoff ha sido el más contundente. También responsable de investigación en el FMI y profesor de Harvard, en un artículo del pasado febrero (*Inequality wildcard in current crisis*), tras subrayar que "en el seno de los países la desigualdad de la renta, de la riqueza y en las oportunidades es superior que en cualquier otro momento del último siglo", destaca el "elevado desempleo, la evidente desigualdad en la distribución de la renta y de la riqueza, y los elevados precios de materias primas básicas", como principales factores desencadenantes de los conflictos en África y Oriente Medio.

► **Conclusión.** Sin invadir el campo de los filósofos morales, ateniéndonos al más concreto análisis coste-beneficio, parece existir suficiente evidencia de que la desigualdad no es rentable. Evitar su ampliación es cuidar la confianza y reducir las probabilidades de otras formas de inestabilidad. Haríamos bien, por tanto, en convertir en una prioridad de las políticas públicas ese objetivo. También en la economía española, citada precisamente en el artículo de Rogoff como uno de los casos en los que es más complicado compatibilizar la formulación de medidas de austeridad presupuestaria con la reducción de una tasa de desempleo que, cuando ese artículo se publicó, todavía estaba en el 20% de la población activa. ■



Una distribución de la renta muy desigual no favorece la sostenibilidad del crecimiento económico

ma económico en las economías desarrolladas. Más sugerente, por menos fácil de intuir, es la verificación de que ha sido precisamente la ampliación de esa brecha entre ricos y pobres una de las causas de la crisis. En un documento del FMI (*Inequality, leverage and crises*), difundido

finalmente, una crisis financiera y real. Ello es el reflejo, según los investigadores, de cambios en el poder de negociación sobre las rentas de unos y otros.

Desde otra perspectiva, una reciente investigación de los economistas O. Dijk y R. H. Frank y el politólogo A. Levine en los 100 condados más poblados de EE UU concluye que allí donde la desigualdad en la distribución de la renta creció más rápidamente también se registraron los mayores aumentos de tensiones financieras, medidas por diversos indicadores, incluidas las quiebras.

La tesis más conocida a este respecto es la de R. Rajan, execonomista jefe del

El impuesto sobre sociedades del futuro

Alberto Estrelles

Cinco Días, 6 de abril de 2011

El impuesto sobre sociedades del futuro



ALBERTO ESTRELLES
SOCIO DEL ÁREA FISCAL
DE KPMG ABOGADOS

La Comisión Europea ha puesto en marcha oficialmente un nuevo proyecto de directiva que va a dar mucho que hablar en el mundo de la fiscalidad directa en los próximos años. Inicialmente, la base del mismo consiste en establecer una base imponible común consolidada en el impuesto sobre sociedades (Biccis), aplicable a los grupos empresariales que operen en el ámbito de la UE. La Comisión ya había empezado a trabajar en esta área hace varios años con los Estados miembros, pero el proyecto se había archivado sine die hasta su resurgir actual.

Aunque inicialmente la propuesta de directiva parece establecer unas reglas comunes en materia de consolidación fiscal para grupos empresariales, bien leída, establece principalmente una base imponible común. Es decir, será aplicable sin necesidad de consolidar ni de tener participaciones en otras entidades, alcanzando por tanto a un número de sujetos pasivos mucho más ambicioso que los propios grupos empresariales europeos. Eso sí, en el caso en que se cumplan los requisitos de grupo consolidado, se procederá a la consolidación y se distribuirá la base

consolidada entre los Estados miembros afectados en función de una fórmula de reparto basada en activos, mano de obra y ventas.

En consecuencia, este proyecto, en caso de ser aprobado, supondrá una auténtica revolución en el campo de la fiscalidad directa de los Estados miembros de la UE, reacios desde sus orígenes a la armonización y a la cesión de soberanía fiscal, aunque en los últimos años la Comisión, fundamentalmente a base de procedimientos de infracción, ya iba caminando hacia esta homogeneización de la normativa fiscal directa comunitaria. Así, el proyecto se construye, en principio, como un régimen fiscal común para toda la UE pero opcional y por tanto alternativo y coexistente con el propio nacional de cada Estado. No obstante, no sería descartable que al menos una parte de los Estados miembros adaptara su legislación fiscal interna relativa al impuesto sobre sociedades al régimen fiscal definitivo que se estableciera en la directiva que finalmente se aprobara.

¿Qué ventajas ofrece este nuevo régimen para las empresas? Desde un punto de vista estrictamente fiscal, se puede citar básicamente la compensa-

ción transfronteriza de pérdidas en la UE, así como la reducción y relajamiento de los riesgos y trámites derivados de las normas de precios de transferencia, siempre que hablemos de un grupo de consolidación fiscal. Para una empresa individual, las ventajas podrían basarse en tener un sistema con reglas diferentes a las actuales en la determinación de la base imponible, que eventualmente pudiera resultar más económico (lo cual habría que analizar caso por caso). Desde otros ámbitos, se puede añadir como ventaja la reducción de costes administrativos, dado que en caso de grupos, estos tratarán únicamente con la Administración fiscal del Estado donde se encuentre la sociedad dominante.

Bajando al mundo real, las diferencias entre nuestro sistema actual para determinar la base imponible y el régimen de la Biccis son múltiples, pudiéndose señalar, a modo de ejemplo, entre otras no menos importantes que darán mucho que escribir y comentar en el futuro, las dos siguientes: la mayor desvinculación de la fiscalidad respecto de la contabilidad, lo cual previsiblemente incrementará los ajustes fiscales a realizar. A estos efectos se

puede citar como ejemplo la amortización fiscal de gran parte del inmovilizado tangible en función de un sistema de amortización conjunta del pool de activos al 25% sobre la base de amortización, sistema que en principio no es coincidente con el contable. En segundo lugar, cabe comentar la exención en la transmisión de todo tipo de acciones salvo tributación privilegiada de la entidad participada, junto con la ausencia de deducibilidad con cierto límite de los gastos asociados a estas rentas exentas, sistema totalmente diferente del existente actualmente en España.

Estamos hablando de un proyecto que establece reglas comunes a todos los Estados y diferentes a las actuales en la determinación de la base imponible del impuesto sobre sociedades, desvinculación de la contabilidad, y una *ventanilla única* para tratar con una Administración fiscal. Dicho sistema de gestión suena muy bien, pero supone una necesidad de coordinación de tal calibre entre todos los Estados en materia de procedimientos de gestión, inspección y recaudación, interpretación y recursos que nos lleva a pensar... ¿Estarán preparadas las Administraciones para esta revolución?



Este proyecto, de ser aprobado, supondrá una revolución en la fiscalidad directa de los Estados de la UE"

Fallos de diseño y de gestión del área euro

Guillermo de la Dehesa

El País, 8 de mayo de 2011

Fallos de diseño y de gestión del área euro

GUILLERMO
DE LA DEHESA

España tiene una situación fiscal y financiera mucho más sostenible que la de los tres miembros del área euro rescatados y que la de algún otro miembro con rating superior. Debe sentirse fuera de peligro, pero sin bajar la guardia, ya que buena parte de los problemas de la deuda soberana del área tienen más que ver con la desconfianza creciente de los inversores ante los fallos de diseño, y especialmente de gestión, de la crisis de deuda que con la sostenibilidad fiscal de sus miembros.

Sus fallos de diseño son: **Primero:** no ser un área monetaria óptima, como EE UU, puesto que la movilidad del trabajo y del capital entre sus miembros es muy baja, y por ello necesita un presupuesto o fondo de estabilidad muy voluminoso para enfrentar posibles choques asimétricos de sus miembros. **Segundo:** toda política monetaria única necesita una política fiscal única o muy coordinada, puesto que la deuda excesiva de un país miembro produce externalidades negativas sobre aquellos que compran su deuda sin riesgo de cambio. **Tercero:** una política monetaria única puede tener efectos perversos al aplicarse a países con tasas divergentes de crecimiento e inflación, pudiendo ser simultáneamente dura para aquellos con tasas más bajas y laxa para aquellos con tasas más elevadas.

A pesar de estos fallos, el área euro fue creada con un presupuesto mínimo del 1% del PIB, con una política monetaria única basada en el IPC armonizado ponderado por el peso de cada país miembro en el PIB total del área y, para evitar externalidades fiscales negativas, con un Pacto de Estabilidad y Crecimiento con fuertes sanciones y una cláusula de *no-rescata* fiscal y monetario en el Tratado de la Unión.

Durante varios años, los inversores confiaron en este diseño acercando excesivamente los diferenciales de deuda de muchos países miembros a los de Alemania, mientras la política monetaria del BCE mantenía los tipos bajos al ser lento el crecimiento de Alemania, Francia e Italia, que representan dos tercios del PIB del área, resultando en un IPC armonizado total bajo. Pero para el tercio del PIB restante, menos desarrollado y con mayor crecimiento, dicha política resultaba muy laxa al ser sus tasas de inflación elevadas y sus tipos de interés reales cercanos a cero.

Ambos factores desencadenaron una burbuja crediticia en estos últimos miembros, que invirtieron en activos financieros y especialmente inmobiliarios, haciendo que la crisis financiera sorprendiera a sus empresas, familias y bancos excesivamente endeudados. Finalmente, parte de esta deuda privada pasó a ser pública al intentar sus Gobiernos evitar una recesión mayor, rescatar a algunos bancos y desplomarse sus ingresos fiscales tras explotar dichas burbujas.

Sus fallos de gestión han sido: **Prime-**

ro: Grecia destapó su escasa solvencia en octubre de 2009. El FMI acudió inmediatamente con financiación y un programa de ajuste, pero fue rechazado por considerarlo el Ecofin un asunto interno, sin tener ni experiencia ni fondos suficientes para actuar. Tras varios meses discutiendo un paquete de ayuda, mientras su solvencia empeoraba, la reacción de los inversores obligó a crear apresuradamente el EFSF en la madrugada del 10 de mayo de 2010 para

pudiendo conceder solo créditos a cinco años al 5,8% (cuando se financiaba al 1,9%), castigando así al país que intenta salvar, aumentando su probabilidad de impago y olvidando que los problemas de insolvencia no se resuelven con liquidez muy cara a cinco años, sino comprándole parte de su deuda a descuento en el mercado secundario para ayudarlo a salir antes de la crisis y, cinco años después, venderla con beneficio.

solo el 60% de la deuda total de cada país, que según el Tratado es su nivel sostenible. De haberse aprobado, se habrían evitado los ataques de los mercados, el contagio y los rescates, y se habría atraído a muchos grandes inversores en deuda soberana triple A en dólares a invertir en euros como alternativa a su exceso de bonos del Tesoro estadounidense. Rechazo incomprensible, ya que las emisiones del EFSF y del futuro ESM son ya prácticamente eurobonos.

Quinto: el reciente Pacto por el Euro tampoco deja que el ESM compre deuda en el mercado secundario, sigue castigando al prestatario —ahora con 200 puntos básicos de margen sobre su coste de financiación— con mayor condicionalidad e introduciendo además tres cláusulas que endurecen el ESM frente al EFSF haciéndolo prácticamente inviable.

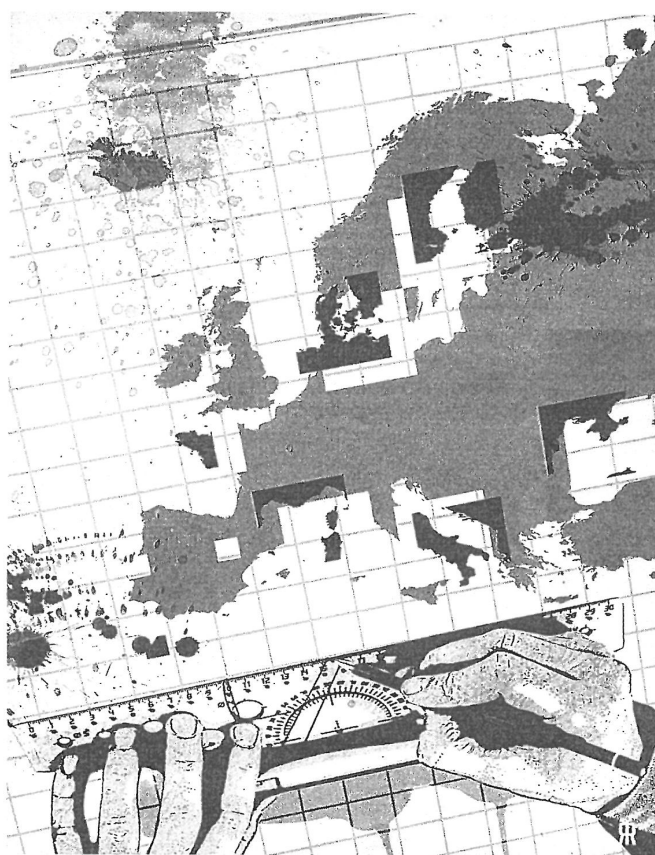
Por un lado, los créditos del FMI y ESM tendrán prioridad de cobro sobre la deuda de los inversores privados. Cuando un país accede al ESM, toda su deuda en manos privadas deviene *junior* y pierde su rating, haciendo que los inversores hayan vuelto a descontar su pérdida esperada del precio actual de los bonos, provocando otro desplome y aumento de los diferenciales, que han desencadenado el rescate de Portugal.

Por otro, cada préstamo requerirá unanimidad, permitiendo que cualquier país miembro tenga veto, haciendo más improbables futuros rescates y más probables reestructuraciones a costa del inversor privado. Finalmente, si la Comisión y el BCE determinan que un país es insolvente, el ESM dará préstamos solo si los dan simultáneamente los inversores privados, cuando, si es insolvente, es porque estos últimos han rechazado ya refinanciar su deuda.

Sexto: dicho Pacto calcula erróneamente la competitividad de cada país miembro, al utilizar sus costes laborales unitarios frente a los de Alemania, cuando este país decidió voluntariamente entrar a un cambio sobrevaluado y tuvo posteriormente que hacer una devaluación interna reduciendo los salarios, haciendo que ahora ningún país miembro sea competitivo frente a él y tenga que devaluar internamente sin necesitarlo, puesto que muchos de ellos, como España, no compiten con Alemania ni en bienes ni en servicios, y ni dentro ni fuera del área euro.

Resumiendo, tres fallos de gestión de la crisis de deuda del área euro han desencadenado los rescates de tres de sus miembros más endeudados que, más que mejorar, han empeorado su solvencia por el duro castigo recibido. Para colmo, ahora Alemania sugiere que Grecia debe solicitar una reestructuración voluntaria de su deuda, una contradicción en términos y contraria al acuerdo del Consejo, en lugar de aceptar que la permuta temporalmente con el EFSF, provocando otra caída de precios y afectando temporalmente a las deudas española, belga e italiana. Lo único positivo de estos fallos es que están reforzando la gobernanza económica europea. ■

Guillermo de la Dehesa es presidente del Centre for Economic Policy Research (CEPR).



Más que mejorar, los tres países rescatados han empeorado su solvencia por el duro castigo recibido

intentar rescatar a Grecia y evitar el impago de su deuda. De haber dejado al FMI hacer su trabajo, probablemente no hubiera habido ni contagio ni crisis, y quizá Grecia habría reestructurado ya su deuda.

Segundo: se prohibió al EFSF comprar deuda de los países con problemas de solvencia (salvo excepcionalmente, tras marzo 2011 y solo en el mercado primario),

Tercero: para justificar un EFSF permanente (el ESM), se decidió castigar también a los inversores privados, decidiendo que, a partir de 2013, los países del área euro emitirán su deuda con cláusulas de acción colectiva que en caso de impago afectarían a todos sus inversores privados, que son, mayoritariamente, sus propios bancos, seguros y fondos de pensiones del área euro. La reacción lógica fue descontar la pérdida esperada de los precios del stock actual de deuda, provocando un desplome que desencadenó el rescate de Irlanda.

Cuarto: asimismo se rechazó la propuesta más sensata y eficiente de resolución de esta crisis soberana, consistente en crear un mercado de eurobonos tan profundo y líquido como el de EE UU, con

El Banco Central Europeo y la inflación

Luis de Guindos

El Mundo, 10 de abril de 2011

El Banco Central Europeo y la inflación

> APUNTES ECONÓMICOS

Luis de Guindos



Se cumplió el guión, y el BCE subió los tipos de interés el jueves pasado. Desde la rueda de prensa tras la reunión del consejo del mes de marzo, la autoridad monetaria de la zona euro venía anunciando que iba a acabar con su política de tipos al 1%, mantenida invariablemente desde hace dos años. La razón fundamental es la aceleración de la inflación, que se ha situado desde hace ya unos meses claramente por encima del límite del 2%. Se trata, por tanto, de un cambio en el signo de una política monetaria extraordinariamente expansiva surgida en el momento más caliente de la crisis. De ahí la importancia de la decisión de esta semana.

No es de esperar que la iniciativa vaya a ser neutra. Especialmente, si tenemos en cuenta que esta subida puede ser la primera de un conjunto de alzas que podrían colocar los tipos de intervención más allá del 2% a final de año, nivel que ya ha sido superado por el Euribor a 12 meses. Las críticas a esta subida y al cambio de signo en la política monetaria europea son de diversa naturaleza. La primera y más citada es que la inflación en Europa es importada, esto es, inducida por la elevación de los precios de las materias primas y, muy especialmente, de la energía. La inflación subyacente, que excluye los componentes volátiles, se encuentra en el entorno del 1%.

La segunda crítica al endurecimiento proviene de aquellos que señalan la situación de los países periféricos, especialmente grave desde la caída del Gobierno portugués y la petición de rescate materializada el miércoles pasado. Los tipos de interés y los diferenciales con los bonos alemanes de la deuda de estos países se han incrementado aún más en los últimos días, poniendo de manifiesto que los problemas de los países periféricos están lejos de una solución definitiva. Para complicar más las cosas, Irlanda anunció los resultados de un nuevo test de estrés de su banca, que establece la necesidad de unos requerimientos adicionales de capital de 24.000 millones de euros, lo que eleva la factura total para el fisco irlandés hasta

70.000 millones, casi el 50% de su PIB.

En definitiva, se aduce que una subida de tipos supondrá un lastre adicional para estos países, vía encarecimiento de un crédito ya muy escaso por los problemas bancarios, deprimiendo adicionalmente su escaso crecimiento. Por otro lado, el endurecimiento monetario, al apreciar el euro, profundiza la pérdida de competitividad de estos países. La conclusión es que la subida de tipos ampliará la brecha entre los países del norte, que crecen, y los periféricos, cada vez más debilitados.

El principal argumento utilizado por el BCE para justificar su decisión es que la combinación del impulso inflacionista derivado de factores exógenos como son la energía y las mate-

fiscal, e intenta recuperar parte de la reputación perdida como consecuencia del programa de compra de bonos –de cerca de 80.000 millones de euros– de países periféricos con problemas.

Adicionalmente, es importante tener en cuenta que el endurecimiento de la política monetaria no es una decisión aislada del BCE. Ya se han empezado a producir subidas de tipos en los países emergentes, que son los que más inflación están padeciendo, y no sería extraño que el Banco de Inglaterra lo hiciera en las próximas semanas pese a que el jueves su Comité de Política Monetaria decidiera mantenerlos en el 0,5%. En el caso de la Reserva Federal, se encuentra en medio de su segundo programa de compra de activos –el conocido como QE2– y parece que se-

rá el último banco central en cambiar el signo de su política, lo cual es una novedad. La recuperación del empleo empieza a ser evidente al otro lado del Atlántico, aunque en el sector inmobiliario se está vi-
viendo una recaída que podría retrasar dicha subida.

¿Cuál será el impacto de la medida sobre la economía española? Dado el nivel de deuda acumulada por familias y empresas, la subida de tipos no es una buena noticia. Y no tanto porque suponga un encarecimiento de la nueva financiación –es muy escasa y ya se había encarecido enormemente vía diferenciales– como por el mayor coste del endeudamiento ya acumulado, que está referenciado en un porcentaje muy elevado a la evolución del Euribor.

Para las familias españolas, una subida de un punto de los tipos de interés, como ya se refleja en el Euribor a un año, puede suponer, una vez se haya trasladado completamente al coste de las hipotecas, una pérdida de renta disponible anual de aproximadamente 7.000 millones de euros. Esto lógicamente impactará en el consumo, que a su vez se está viendo afectado por la subida del precio del petróleo. De este modo, la proyección de crecimiento del Gobierno, que ya era bastante optimista, ha quedado aún más desfasada.

En definitiva: vamos a vivir una normalización de la política monetaria. No obstante, y como siempre ocurre en estos procesos, la normalización será para algunos. Para los otros, para los que nos estamos quedando atrás en nuestra recuperación frente a la media, la subida se convierte en un nuevo obstáculo en el camino.

luisdeguindos@hotmail.com



El presidente del BCE, Jean-Claude Trichet, tras anunciar la subida de tipos. / EFE

rias primas, con una política monetaria extraordinariamente laxa podrían favorecer efectos de segunda ronda sobre los salarios y afectar a las expectativas inflacionistas. Además, el crecimiento económico se recupera en los países centrales de Europa, impulsando al alza la media del conjunto de la zona euro, que es la referencia del BCE. Esta recuperación, iniciada a finales de 2009, está eliminando la capacidad ociosa acumulada durante los dos años previos de crisis, lo cual es un elemento adicional de generación de tensiones en los precios.

Además, la subida de tipos no es óbice para que se sigan manteniendo las generosas ventanillas de liquidez ahora vigentes para los bancos con problemas en la eurozona, y que son imprescindibles para la supervivencia de algunas instituciones como es el caso de los bancos irlandeses. Pero tal vez, con su decisión, el banco central está pasando una señal a los gobiernos de que la política monetaria no puede sustituir a la

La Unión Europea precisa de un ministro de finanzas común

Simon Jhonson

El Economista, 8 de junio de 2011

LA UE PRECISA UN MINISTRO DE FINANZAS COMÚN



Jean-Claude Trichet, presidente del BCE hasta octubre, presentó la semana pasada dos propuestas destinadas a lidiar con Grecia y los problemas afines ligados a la deuda pública en la eurozona.

La primera idea permitiría a las autoridades de la UE invalidar las decisiones de los gobiernos miembros que no puedan proponer presupuestos sostenibles, lo que implicaría la creación de un consejo de control externo para países como Grecia. Este enfoque se utilizó anteriormente para países muy débiles (y también para las ciudades de Nueva York y Washington en décadas recientes). En Europa, hoy no tendría ninguna legitimidad política y sería completamente inviable. Imaginemos las protestas callejeras que provocaría.

La segunda idea consistiría en la creación, con el tiempo, de un Ministerio de Finanzas para la UE. Emitiría deuda y tendría la responsabilidad de un sector financiero unificado. Se trata de algo tan brillante como las propuestas de integración fiscal y financiera de Alexander Hamilton para la joven república estadounidense y, si fuera bien implementado, resolvería los profundos problemas causados por el diseño original de la eurozona.

Los políticos que negociaron la

unión monetaria –en el Tratado de Maastricht de 1992 y en los detalles elaborados antes del lanzamiento del euro en enero de 1999– tenían tres opciones.

Primero, podrían haber creado un sistema fiscal unitario. Pero fue rechazado porque no representaba un anhelo del electorado de ninguno de los países miembros. Los políticos nacionales se sentían cómodos cediendo sus bancos centrales, que de todos modos se estaban volviendo más independientes. Sin embargo, sabían que tendrían mucho menos poder si perdían el control de los impuestos y el gasto.

Bruselas dejó que toda la deuda pública cotizase igual, lo que provocó un cálculo erróneo del riesgo entre los bancos

Segundo, los artifices podrían haber creado algo similar a lo que hicieron EEUU y Canadá: una autoridad federal con su propia autoridad presupuestaria y la presunción de que los estados (o provincias) son independientes a nivel fiscal, aunque con transferencias de ingresos para distintos programas nacionales. El Gobierno central estadounidense no garantiza la deuda de ningún estado y nadie dice a los estados que deben equilibrar sus presupuestos (la mayoría lo hace, pero muchos también tienen pasivos fuera del balance, especialmente pensiones sin res-

paldo financiero). Si, por ejemplo, los problemas de California se agudizan, es casi nula la probabilidad de que Massachusetts o cualquier otro estado venga en su auxilio. Y las obligaciones de las autoridades estatales no pueden, en general, ser utilizadas como colateral para que los bancos pidan prestado a la Fed.

Los líderes europeos optaron, en cambio, por un camino intermedio. Para incorporarse a la unión monetaria, el déficit presupuestario de cada país debía ser inferior al 3 por ciento del PIB y la deuda pública no podía superar el 60 por ciento. Si un país cumplía con esos criterios, podía ser admitido en la Unión. El problema fue haber supuesto que toda la deuda pública –independientemente de la magnitud o el estado de la economía nacional– era esencialmente igual, incluso para determinar si podía ser utilizada como colateral en el endeudamiento con el BCE.

Esta falla fatal permitió un cálculo totalmente errado del riesgo en toda la eurozona, lo que significó que todas las obligaciones soberanas fueran consideradas *deuda libre de riesgo* (indudablemente, una contradicción). De acuerdo con las normas imperantes de Basilea II, los bancos podían tener una gran cantidad de deuda de riesgo nulo, lo cual les permitía esencialmente tener un apalancamiento muy alto. Antes de 2008, no era algo excepcional que los grandes bancos europeos tuvieran activos por valor de 30 a 50 veces el capital. La diferencia de tasa de interés entre los diferentes bonos públicos de la eurozona era de apenas unos po-

cos puntos básicos –significativamente menos que la diferencia análoga observada entre las provincias canadienses–.

El problema fue claramente enunciado por Trichet la semana pasada. "Interdependencia significa que los países no tienen de facto autoridad interna total", dijo. "Pueden sufrir crisis enteramente causadas por políticas económicas poco sólidas de otros".

¿Quién llevó adelante, sin embargo, esas políticas económicas poco sólidas? ¿Fueron los griegos con sus déficits presupuestarios y por cuenta corriente? ¿O fueron los países acreedores, incluido Ale-

Se podría llegar a emitir deuda respaldada por ingresos para que un país quiebre sin que se desmorone la banca

mania, cuyos bancos calcularon mal el riesgo de prestar a Grecia? ¿O tuvieron la culpa las disposiciones fiscales de la eurozona que crean la idea de garantías mutuas que no están respaldadas por ninguna autoridad legal pero que se hacen realidad porque todo el sistema bancario del continente podría hacer implosión si un solo país siquiera reestructurara levemente su deuda? ¿De qué otro modo el BCE terminó teniendo tanto riesgo crediticio irlandés, griego y español?

La situación en este momento no es desesperante y los europeos son buenos a la hora de pensar solu-

ciones a corto plazo que los lleven hacia una integración más sensata, fue la observación hecha por mi colega, Jacob Kirkegaard, en el Instituto Peterson de Economía Internacional. Él propone formas específicas para que los mecanismos fiscales europeos existentes se puedan transformar rápidamente en un control más centralizado.

No obstante, la solución a largo plazo debe implicar la creación de un Ministerio Europeo de Finanzas que pueda emitir una cantidad razonable de deuda bien manejada, respaldada por ingresos creíbles. Eso daría una base más sólida tanto a las finanzas públicas como al sistema financiero. Hamilton enfrentó retos difíciles cuando logró una hazaña similar, aunque con la ayuda de un milagro en la Convención Constitucional en 1787.

El objetivo es simple: crear la posibilidad de que un país como Grecia no pague su deuda sin correr el riesgo de que todo el sistema financiero de la eurozona se desmorone. En su discurso, Trichet citó a Jean Monnet, el visionario de una Europa integrada: "Nada es posible sin hombres y mujeres, pero nada es perdurable sin instituciones". Los acuerdos institucionales creados por Maastricht han expuesto a un peligro económico a millones de personas. Es hora de que los hombres y las mujeres de Europa vuelvan a construirla.

O Economista jefe del FMI, profesor en la Escuela Sloan del MIT, investigador superior del Instituto Peterson de Economía Internacional. © Bloomberg.

Previsiones 2011-2012

Ángel Laborda

El País, 29 de mayo de 2011

Previsiones 2011-2012

ÁNGEL
LABORDA

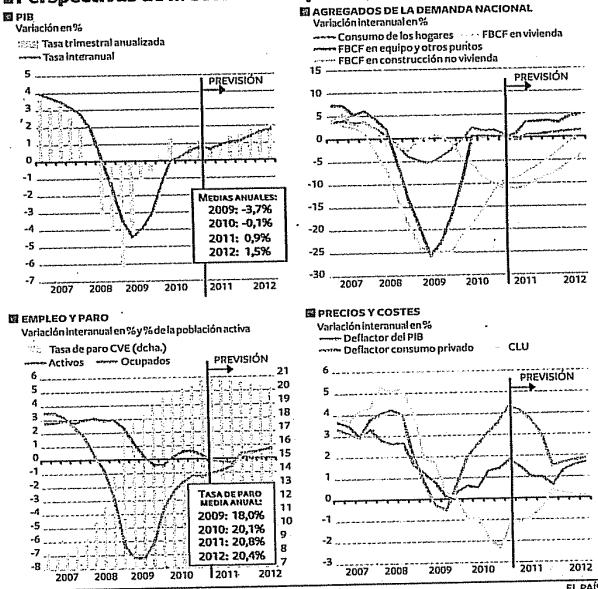


Tras los datos de la Contabilidad Nacional conocidos la semana anterior, en Funcas hemos procedido a revisar las previsiones para la economía española para lo que resta de este año y el siguiente. También la OCDE ha publicado sus previsiones de primavera, al igual que hizo la Comisión Europea hace dos semanas. Las diferencias no son muy significativas. Todos coincidimos en que a la economía española le va a costar coger el ritmo potencial. Como he comentado en esta página en otras ocasiones, los diversos y profundos procesos de ajuste a que está sometida nuestra economía suponen un freno al crecimiento a corto plazo, aunque no por eso hay que aminorar la marcha de los mismos o dejarlos para más adelante, pues sin ellos simplemente la economía no funcionaría y lo más probable es que acabara en bancarrota. Lo que sorprende es que algunos no vean esto claro y se resistan, basándose en conservar un statu quo adquirido en el pasado, a introducir las reformas que saquen a la economía, y sobre todo al mercado laboral, de la crítica situación en que se encuentra.

El contexto internacional en que se va a desenvolver la economía española en estos dos años puede calificarse como positivo, aunque con grandes riesgos, sobre todo el desarrollo de la crisis de la deuda en Europa y sus repercusiones directas e indirectas. También el encarecimiento de las materias primas, y la consiguiente inflación, es un obstáculo importante. Pero, por lo que respecta al crecimiento de los países de nuestro entorno, y por tanto, a la capacidad de arrastre sobre nuestra economía, las previsiones son favorables: la zona del euro va a crecer ligeramente por encima del 2% y EE UU, entre el 2,5% y el 3%. Por supuesto, los países emergentes, más del doble de estas cifras.

Volviendo a España, el PIB del primer trimestre fue una décima porcentual su-

Perspectivas de la economía española



Fuentes: INE (CNT) y Funcas (previsiones). Gráficos elaborados por A. Laborda.

perior a lo previsto, lo que, sin apenas modificar las previsiones anteriores para el resto del año, nos ha llevado a revisar al alza el crecimiento medio anual en una décima, hasta el 0,9%. También las previsiones para 2012 se revisan en una décima, hasta el 1,5%. Como se ve en el gráfico superior izquierdo, se espera una progresiva aceleración de las tasas trimestrales, desde un 0,2% en el segundo trimestre de este año hasta el 0,5% a finales de 2012. Este segundo trimestre del año en curso pinta flojo, sobre todo si lo comparamos

con el mismo del año anterior, que se vio favorecido por el adelanto de gastos en consumo e inversión ante la subida del IVA en julio y el fin de las ayudas a la compra de automóviles.

En 2011 todo el crecimiento va a venir de la aportación de la demanda externa neta, ya que la demanda nacional va a caer de nuevo en una tasa cercana al 1%, peor de lo que se esperaba anteriormente. El consumo se va a mantener prácticamente plano, debido a la caída que va a sufrir la renta de las familias, tanto en

términos nominales como, sobre todo, reales por el aumento de la inflación. Aun así, la tasa de ahorro de las familias va a seguir disminuyendo hasta situarse en los niveles previos a la crisis. La evolución de la inversión en capital fijo va a seguir siendo dispar, según componentes: moderada recuperación de la inversión en equipo, desaceleración de la caída de la construcción de viviendas y profunda caída de la obra civil pública. Por lo que respecta al sector exterior, se revisa notablemente al alza el crecimiento de las exportaciones y, con él, la aportación de la demanda externa neta al crecimiento. En 2012, esta

La demanda nacional caerá este año un 1%, así que el crecimiento pasa por el sector exterior

En esas condiciones, el empleo apenas puede aumentar y, en media anual, aún caerá este año

aportación seguirá siendo fundamental, aunque inferior a la de este año, si bien ello se verá más que compensado por el suave repunte de la demanda nacional.

En estas condiciones, el empleo apenas puede aumentar. Se espera que empiece a crecer ya en la segunda mitad de este año en términos intertrimestrales, pero en media anual aún registrará una caída del 1%. Para 2012 se espera un crecimiento del 0,5% (85.000 ocupados más). En cuanto a la tasa de paro, la gran incógnita es el comportamiento que registre la fuerza laboral. Si esta se mantiene estable, la tasa de paro corregida de estacionalidad iniciaría un suave descenso a partir del tercer trimestre de este año para acabar en torno al 20% al finalizar 2012. ■

Ángel Laborda es director de coyuntura de la Fundación de las Cajas de Ahorros (FUNCAS).

Cómo reformar la regulación hipotecaria

Manuel González

Expansión, 17 de junio de 2011

Cómo reformar la regulación hipotecaria

VISIÓN PERSONAL

Manuel González Díaz

Jueces y parlamentos han planteado reformas radicales de los préstamos hipotecarios, limitando la responsabilidad del deudor y prohibiendo las cláusulas "suelo". Serían erróneas, pues elevarían el tipo de interés (ahora el menor de nuestro entorno); limitarían aún más el acceso al crédito; y, por su retroactividad, pondrían en peligro la seguridad jurídica y generarían desconfianza entre los inversores, sobre todo aquellos los que compraron nuestras hipotecas en el mercado secundario.

Con la regulación actual, la regla positiva general en España y en casi todo el mundo es la responsabilidad ilimitada del deudor hipotecario, de modo que si, tras el impago, el acreedor se adjudica la vivienda, el deudor aún responde con su patrimonio por lo que quede por pagar. Como en otros países, las partes también determinan el precio en la cuantía y forma más ajustadas a sus circunstancias, acotando o no la variación del tipo de interés variable mediante cláusulas "suelo" y "techo".

Las críticas a esta regulación tienen carácter coyuntural. Derivan de la especial sensibilidad que suscitan las ejecuciones hipotecarias en época de crisis, de la acusada depreciación de los inmuebles y de unos tipos de interés tan anormalmente bajos que han activado las cláusulas suelo. Muchos observadores carecen, además, de perspectiva histórica para apreciar que el mercado hipotecario ha exhibido grados de eficacia y competencia crecientes en los últimos años. Resulta paradójico que se hayan anulado suelos del 3% que son inferiores a los tipos que pagan los deudores alemanes, hoy situados en un promedio del 3,62%. Y los deudores insolventes generan simpatía. Sobre todo los que han tenido la mala suerte de comprar tarde en la burbuja inmobiliaria: los más afectados por la caída de precios.

No es de extrañar que algunos jueces y políticos quieran limitar su responsabilidad y librarlos de los suelos. Pero, si bien esas medidas beneficiarían a algunos de los deudores actuales, incluidos los que compraron con afán especulativo (los más afectados, pues las ejecuciones sobre viviendas proliferan en zonas de costa), perjudicarían notablemente la contratación futura de hipotecas y, por tanto, a todos los deudores futuros.

Responsabilidad limitada

Respecto a la responsabilidad limitada, es notable que, a pesar de ser de libre disposición, las partes no la eligen, lo que desmiente que sea eficiente. No vale argumentar que la exigen las entidades financieras, porque la fuerte competencia entre ellas les obligaría a ofrecer hipotecas con responsabilidad limitada si tuvieran demanda. No la tienen porque reduce el excedente conjunto de la transacción. Por un lado, asigna peor el riesgo, pues las entidades financieras serían más frágiles debido a la correlación de riesgos en el valor de los inmuebles. Por otro, genera malos incentivos, pues anima a las entidades a ejecutar antes y a los

deudores a sacrificarse menos, de modo que entregan las llaves en cuanto el piso cae de valor por debajo de la deuda. En consecuencia, al limitar su responsabilidad, el deudor ha de pagar mucho más de lo que le costaría asumir la responsabilidad adicional a que no estaría sujeto.

Sobre las cláusulas suelo/techo, es justo que se anulen si existen vicios de voluntad, pero no que se prohíban o restrinjan con carácter general, sin considerar la necesidad de ajustarse a las circunstancias individuales. Estas cláusulas fijan el precio, y no podemos volver a tiempos en que los precios de mercados competitivos se fijaban por decreto. Además, la regulación hipotecaria dispone medidas para proteger al deudor: La oferta vinculante, vigente durante dos semanas, no sólo informa al deudor, sino que le sitúa en perfectas condiciones para dirigirse a otras entidades con el fin de mejorarla, y muchos así lo hacen. Y la intervención notarial está diseñada para asegurar que el deudor sea consciente de las condiciones del préstamo.

Si suelos y techos no fueran eficientes, la competencia ya los hubiera eliminado. Cuando los tipos alcanzaron mínimos históricos, varias entidades enseñuadas lanzaron subrogaciones sin suelos. Pero el diferencial de estas hipotecas "rompesuelo" era mayor: el préstamo es un todo y ese mayor diferencial compensaba el no tener suelo. Es lógico pensar que quienes hoy sufren un suelo también se han beneficiado de un menor diferencial.

Hay otras maneras de proteger a los deudores sin cargarse las bases del mercado hipotecario

Lo mismo cabe decir de los techos: son un elemento más, cuyo valor lleva al deudor a aceptar un mayor diferencial. No hay razón económica para considerarlos contrapartida de los suelos: se establecen en función de las preferencias de ambas partes respecto al riesgo de un tipo anormalmente elevado. Son muy valiosos para el deudor, por evitar el riesgo de quiebra, pero también muy costosos para el acreedor, por la incertidumbre e inflación que caracteriza los períodos de tipos altos.

La situación sería mucho más grave si estos cambios fueran retroactivos, como piden algunos de los deudores actuales. No sólo se transferiría riqueza a esos deudores, perjudicando a los contribuyentes (que acabarían siendo dueños de los principales acreedores: las cajas) y a todos los deudores futuros (que contratarían menos y en peores condiciones). También se activarían las responsabilidades contraídas en la titulación hipotecaria. Amén de contraria a la estabilidad institucional que requieren los mercados, haría mucho más difícil que nuestra economía pudiera seguir endeudándose en el exterior.

Por fortuna, hay otras maneras de proteger *selectivamente* a los deudores que si lo merezcan –por ejemplo, modificando la fiscalidad de los insolventes– que no sea cargándose las bases del mercado hipotecario.

Decano de la Facultad de Economía y Empresa. Universidad de Oviedo

Crisis y reformas en España

Miguel Boyer

El País, 3 de abril de 2011

Crisis y reformas en España

Por MIGUEL BOYER

Una de las dificultades principales para combatir eficazmente la crisis actual en la zona euro y completar los elementos necesarios para su estabilidad ha sido la creencia, muy difundida en Alemania, de que la principal culpabilidad del tremendo fenómeno viene del poco rigor presupuestario y de la baja productividad de los trabajadores de países mediterráneos. Con ello han quedado en la sombra las causas fundamentales de las crisis, como el seguidismo del Banco Central Europeo respecto a la Reserva Federal estadounidense, manteniendo tipos de interés muy bajos que generaron las burbujas inmobiliarias, y la facilidad con que los bancos privados —españoles, alemanes, franceses y otros— financiaron el auge inmobiliario en toda la Eurozona.

La experiencia española demuestra que estas ideas son equivocadas.

España entró en la Unión Monetaria Europea cumpliendo los requisitos de Maastricht, cosa que no ocurrió con Alemania y Francia, sin que recibieran ningún castigo como los que quiere introducir el presidente del BCE, Jean-Claude Trichet. En los años posteriores, España tuvo déficits públicos inferiores al 1% y, entre 2005 y 2007, superávits presupuestarios, mientras que la Eurozona mostraba déficits que oscilaban entre el 3% y el 1%.

La deuda soberana española era —y sigue siendo— la menor de los grandes países europeos en porcentaje del PIB: un 64%. Gracias a ello y, a pesar de los

embates de los especuladores y de los juegos bajistas de las agencias de *rating*, el coste de los intereses de la deuda es de un 2% del PIB, frente al 2,4% de Alemania, el 2,6% de Francia y el 4,6% de Italia.

La cacareada baja productividad de los trabajadores españoles es una extrapolación errónea del periodo de intensa inmigración y del auge explosivo de la construcción (1996-2001). La productividad por ocupado en España fue superior a la media de la Eurozona entre 1981 y 1990 y entre 2001 y 2010. Y la productividad por hora en 2009, según el Conference Board, estaba entre la de Alemania y la de Italia. Más demostrativo aún es que la tasa de crecimiento real de las exportaciones españolas fue en promedio del 6,1% entre 1997 y 2010, algo superior al 5,3% de Alemania.

Ante el injustificable ataque de ciertas agencias contra la deuda soberana española y la necesidad de ganar tiempo y financiación para la recuperación de la economía, el Gobierno ha tenido que responder con paquetes de medidas que son los más duros implementados en las últimas décadas: subidas de impuestos, recortes de sueldos de funcionarios, contracción del déficit público generado por la crisis, un nuevo contrato laboral indefinido con indemnización reducida, jubilación a los 67 años en vez de 65 y un extraordinario saneamiento de las cajas de ahorros, con gran rigor, pues su número se ha reducido de 47 a 17 entidades.

La respuesta a la crisis por parte de

los países más potentes de la Eurozona ha sido muy insuficiente, sobre todo por la renuencia de Alemania a ayudar financieramente a los países más perjudicados, puesto que se ha mantenido a sus ciudadanos convencidos de que sería premiar a los irresponsables periféricos a costa de los *virtuosos* del norte.

Los Gobiernos alemanes no han sabido explicar a sus conciudadanos el exce-

La crisis ha demostrado que el BCE tiene que preocuparse de algo más que la inflación

Es obvia la necesidad de una agencia de 'rating' europea que no tenga intereses espurios

lente negocio que hicieron con la creación del euro, que ha hecho que sus exportaciones crecieran de un 24% del PIB en 1995 a un 46% en 2010, mientras se han mantenido prácticamente en un mismo nivel del 26% las de Francia, Italia y España. Por ello, cuando resulta necesario —por mero sentido común— reforzar el Fondo de Estabilidad, ha habido que vestir la actuación con lecciones y castigos.

La construcción de la Unión Moneta-

ria no tuvo en cuenta que los desequilibrios entre economías tan diversas necesitarían algo semejante al Fondo Monetario Internacional que crearon en 1944 en Breton Woods las inteligencias de John Maynard Keynes y Harry Dexter White, y la generosidad de EE UU con un mecanismo que diera créditos a tasas de interés soportables para ayudar a los países en dificultades sin introducir conceptos de castigos bíblico-germanos.

La crisis ha demostrado que el Banco Central Europeo tiene que preocuparse de algo más que la inflación: las burbujas de activos mobiliarios e inmobiliarios. Es imprescindible crear un grupo de coordinación macroeconómica que asesore a los Gobiernos. Y es obvia la necesidad de una agencia de *rating* europea que no tenga intereses espurios en la calificación y que contrarreste la actuación del oligopolio actual.

Los flamantes Pacto por el Euro, Fondo de Estabilidad Económica y Plan para la Competitividad tienen, además de la hojarasca y de declaraciones para la galería, algunos aspectos que merecen precisarse y utilizarse. El más importante para los países inflacionistas es el de encontrar un equilibrio razonable entre salarios, productividad y precios, de lo cual depende la creación de empleo, y que necesita acuerdos entre sindicatos y empresarios que puedan adaptarse a la situación de cada empresa. ■

Miguel Boyer es exministro de Economía y Hacienda y miembro del Comité Delors.

La reforma de la reforma bancaria

Howard Davies

Expansión, 26 de abril 2011

La reforma de la reforma bancaria

Fuente: Expansión
Fecha: 26/04/2011



A FONDO

Howard Davies

En los últimos tres años se han derramado océanos de tinta (o de bytes) sobre la formulación de programas para resolver el problema de los bancos que son "demasiado grandes para quebrar". Muchos académicos y expertos han criticado a los reguladores y a los banqueros centrales por su incapacidad para entender los atractivos evidentes de la llamada "banca estrecha", un restablecimiento de la separación entre la banca comercial y la banca de inversión/mercantil de la era Glass-Steagall, o de aumentar fuertemente los requisitos de capital. Si se adoptara uno solo de esos remedios, el mundo sería un lugar más seguro y feliz y los contribuyentes ya no correrían el peligro de tener que rescatar a los irresponsables financieros.

En respuesta, los banqueros tienden a argumentar que cualquier interferencia en sus negocios sería un ataque inadmisiblemente contra su derecho humano inalienable de perder el dinero de los accionistas y depositantes del modo que más les plazca. Además, sostienen que el costo de cualquier aumento de los requisitos de capital sencillamente se transmitiría a los deudores mediante tasas de interés más elevadas, lo que haría que la economía se detuviera en seco. Lo anterior podría describirse como un diálogo de sordos, pero la mayoría de las personas sordas logran comunicarse bastante bien mediante señas y otros medios.

En este terreno ferozmente disputado hace su entrada la Comisión Bancaria Independiente del Reino Unido, establecida el año pasado por el Secretario de Hacienda, George Osborne, con el mandato de examinar las posibles reformas estructurales del sistema bancario orientadas a salvaguardar la estabilidad financiera y la competencia. Preside la Comisión John Vickers, rector del All Souls College de Oxford, que es de lo más distinguido que hay en los círculos académicos británicos. Participa junto a él Martin Wolf, del *Financial Times*, lo que permite suponer que habrá una buena recepción en las páginas financieras.

El informe provisional de la Comisión, que se publicó el 11 de abril, es lúcido y agudo. También demuestra de modo convincente que todos los remedios propuestos tienen costos significativos. El lector se ve obligado a deducir que, después de todo, tal vez los reguladores no hayan sido tan torpes. Un punto obvio es que es difícil encontrar una relación clara entre la estructura de la industria financiera y el éxito o el fracaso en la crisis. A algunos bancos universales les fue bien, a otros mal. Algunos bancos de inversión prosperaron (en el caso de Goldman Sachs, tal vez demasiado), otros se colapsaron. Algunos bancos abiertos al público en general quebraron, como Northern Rock, mientras que

otros permanecieron a flote (por ejemplo, la filial de Santander en Reino Unido).

Vickers descarta algunas de las opciones más seductoras. La banca estrecha, que supone que los depósitos del público en general se guarden en entidades separadas, respaldados exclusivamente con activos seguros y líquidos como los bonos del gobierno, no se ve bien bajo el microscopio de All Souls. Advierte que "los costos sociales serían significativos", puesto que se perderían las sinergias entre la recepción de depósitos y el otorgamiento de créditos. Y es casi seguro que los gobiernos tendrían que hacerse cargo también de algunos bancos de crédito, por lo que los supuestos beneficios en términos de aislar el dinero del público no se harían efectivos.

A Vickers tampoco le agrada la llamada "banca de objeto limitado", en la que toda la deuda está titularizada de hecho. "Habría una disminución del valor agregado económico debido a la intermedicación", y los créditos a las pequeñas y medianas empresas resultarían perjudicados.

Tampoco hay una opinión favorable en cuanto a limitar directamente el tamaño de los bancos. ¿La norma de Volcker? "Es poco probable que el impacto fuera positivo en Reino Unido" o, implícitamente, en ningún lugar fuera de los Estados Unidos.

La Comisión se detiene un poco más en el modelo Glass-Steagall, pero tampoco se muestra plenamente satisfecha: "los costos de una total separación podrían ser mayores de lo necesario para abordar los problemas," en parte debido al potencial surgimiento de "economías de alcance entre los servicios bancarios de inversión abiertos al público en general y los corporativos." Además, "la total separación eliminaría todos los beneficios de la diversificación intrabancaria y acabaría de ese modo con la posibilidad de que una parte del grupo pueda salvar a otra."

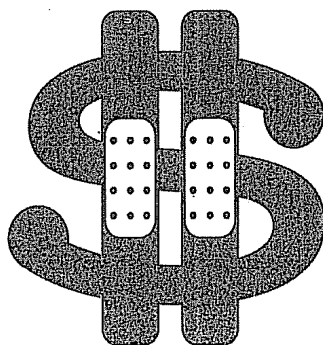
En ese punto del informe, los lectores en las salas de juntas de los bancos británicos esperaban una victoria fácil en tres sets. El profesor, que detenta el título de Sir, recibiría las Llaves de la Ciudad (*Freedom of the City of London*), un honor poco conocido pero apreciado que permite al titular cruzar el puente de Londres con un rebaño de ovejas.

Sin embargo, el asunto no acaba bien. Una reforma que sí sería favorecida es lo que la comisión describe como "protección de las operaciones de banca abierta al público en general." El impacto sería que se impondría a los bancos que llevan a cabo actividades de este tipo en el Reino Unido el requisito de realizarlas en una filial capitalizada por separado. Los requisitos de capital para esa filial serían más onerosos, con un mínimo de capital de nivel 1 del 10%, en comparación con la nueva norma de Basilea 3 del 7%.

Dicho requisito impondría costos a los bancos universales al limitar su capacidad de transferir capital dentro del grupo. Se desconoce la magnitud de estos costos, pero los precios de las acciones de los bancos se podrían verse afectados (Barclays y el Royal Bank of Scotland, en particular) aumentaron cuando se publicó el informe, lo que sugiere que no son tan altos como se temía.

La principal ventaja del esquema es que se combina perfectamente con otras reformas que están en proceso en Basilea. La protección de las operaciones de banca abierta al público en general tiene más sentido si va aparejada con un nuevo régimen de resolución, que permitiría a la filial estar vinculada sin que haya contagio en el grupo. Si se logra llegar a un acuerdo de rescate paralelo que permita a los tenedores de acciones compartir la carga, estaríamos cerca de una reforma inteligente y poco costosa que puede ser bien recibida en el mercado -y que las instancias de regulación tendrían una verdadera oportunidad de gestionar. Los que quieren bancos a la medida, incluso si ello resultara perjudicial para ellos mismos, no están contentos con Vickers. Sin embargo, al ofrecer una evaluación honesta y rigurosa de las principales propuestas de reforma, la Comisión Bancaria Independiente ha contribuido con un servicio invaluable y merece que se le reconozca por ese trabajo tan elegante.

Ex presidente de la Autoridad de Servicios Financieros del Reino Unido y ex gobernador adjunto del Banco de Inglaterra, es actualmente director de la London School of Economics
© Project syndicate



Agencia

Miedo a reestructurar

Alfredo Pastor

El País, 12 de junio de 2011

Miedo a reestructurar

Por ALFREDO PASTOR

Es cada vez más evidente que Grecia no podrá pagar su deuda soberana en los términos en que fue emitida: el saldo de la deuda sigue aumentando, y se estima que alcance un máximo del 160% del PIB. Incluso con unos tipos de interés mucho más bajos a los que se enfrenta actualmente, para devolver la deuda griega se necesitaría un superávit fiscal sostenido de una magnitud sin precedentes. Es cierto que la mayor parte de la deuda pública fue generada por el anterior Gobierno griego, que permitió a la población gozar de un tren de vida que no podía permitirse; también es verdad que solo un recorte en el gasto y una mayor productividad pueden devolverle la salud a la economía griega. Hasta aquí, las medidas recomendadas por las autoridades de la eurozona son correctas. También es evidente que solo un crecimiento sostenido del PIB permitirá a Grecia reducir su déficit y que, a corto plazo, las reformas afectan negativamente al crecimiento: los costes se incurren al principio, en forma de austeridad fiscal, y los beneficios llegan más tarde, en forma de una mayor productividad. Otras medidas complementarias, como la venta de activos (especialmente las privatizaciones de empresas públicas) pueden traer ingresos adicionales y reducir el nivel de deuda, pero no pueden, por sí mismas, reducir el propio déficit. Además, se trata de medidas poco populares. Aceptar que un país deudor pueda perder algo de su soberanía fiscal y haya de seguir instrucciones a la hora de elaborar los presupuestos es más o menos aceptable; pero que un comité de expertos extranjeros te diga qué activos hay que vender ya es harina de otro costal. Hay que recordar que, durante la crisis del sureste asiático en 1997-1998, el FMI insistió en la necesidad de implementar reformas estructurales y, en particular, en la necesidad de facilitar a compradores extranjeros el acceso a bancos nacionales como condición para la concesión de los fondos que tan urgentemente necesitaba Corea del Sur. El resultado fue el fracaso del programa, además de mucho resentimiento.

Sin un cambio de rumbo, Grecia se ve empujada hacia la bancarrota. Si no reci-

be una ayuda real del resto de la eurozona, todo el proyecto europeo estará en peligro. Las autoridades de la eurozona lo saben perfectamente, pero parecen convencidas de que las reestructuraciones, en palabras de un ministro de la eurozona, "no están en estos momentos sobre la mesa". Quieren convencer a la población de que cualquier reestructuración sería la ruina para Grecia y llevaría al sector bancario europeo al caos.

Esta idea es falsa. O, mejor dicho, es cierta solo si la reestructuración se lleva a cabo, específicamente, en forma de intercambio de deuda vieja por deuda nueva con un valor nominal inferior: el intercambio, por ejemplo, de un bono de 100 euros por otro de 80 (a esto lo llamaríamos un intercambio con una quita o *haircut*—del 20%). Lógicamente, este tipo de intercambio, aunque maximiza la reducción de deuda para el deudor, causaría al

Si Grecia no recibe una ayuda real del resto de la eurozona, todo el proyecto europeo estará en peligro

Hacer que toda la carga de las pérdidas recaiga sobre los deudores no es del todo justo

acreedor un daño palpable. La mayoría de instituciones financieras con bonos viejos tendría que reconocer una pérdida en sus balances y, como el sector financiero está seriamente descapitalizado, estas cancelaciones podrían poner en riesgo el futuro de algunas instituciones, con el consiguiente peligro de contagio y quiebras generalizadas. Por eso no sorprende que el sector financiero tenga miedo de que una reestructuración pueda llevar a este tipo de *cortes de pelo*.

Sin embargo, una reestructuración puede tener lugar simplemente con la reducción de tipos de interés y vencimien-

tos más largos. La carga total de la deuda seguiría siendo la misma, pero sobre un período de tiempo más largo, permitiendo un mayor margen de maniobra y reduciendo el riesgo de bancarrota. Además, eliminaría la necesidad de que las instituciones financieras redujeran el valor de sus activos. Ya hemos visto reestructuraciones de este tipo en el pasado. El ejemplo más conocido son los bonos Brady emitidos durante las crisis de deuda de América Latina de los años ochenta.

La reestructuración es todo menos sencilla y siempre conlleva riesgo, ya que cualquier acreedor reticente puede ralentizar el proceso con cierta facilidad, y una retirada masiva de depósitos en uno de los bancos involucrados puede igualmente descartarlo. Puede requerir un largo proceso de aprobación de nueva legislación, y puede incluso requerir cierta indulgencia por parte de los reguladores bancarios para garantizar que la nueva deuda aparezca en los balances en condiciones favorables. Pero una reestructuración sin quita es posible*, como demuestra el éxito de la reciente reestructuración uruguaya en 2003.

¿Tiene la reestructuración consecuencias negativas para los acreedores? Solo si la comparamos con la alternativa de recibir el pago según el contrato original, pero en el caso de Grecia ésta no es una alternativa viable. Otros escenarios más realistas, como el impago parcial o total, son peores. Retrasar la decisión es peligroso, ya que dificulta la financiación de otros miembros de la eurozona. También es injusto, ya que permite que algunos acreedores sean rescatados pero otros no. Hace que cualquier reestructuración futura sea más difícil, ya que una parte cada vez mayor de la deuda está en manos de acreedores *senior*, haciendo que cualquier quita potencial recaiga sobre una fracción decreciente de acreedores. Por último, como el nivel de deuda sigue subiendo, la posibilidad de impago también aumenta, y la reestructuración resultante sería sin duda más perjudicial que una ordenada. En estas circunstancias, sorprende que la eurozona esté retrasando hasta 2013 un acuerdo más estable.

El problema está en cómo repartir

unas pérdidas enormes, ya incurridas, entre deudores, acreedores y terceros (como, por ejemplo, los contribuyentes). Igual que en casi todos los eventos de un mercado, las pérdidas son el resultado de la interacción entre la oferta y la demanda. En el lado de la demanda (los prestatarios) tenemos, en el caso griego, políticas fiscales extravagantes; y, en los casos irlandés y español, bancos y agentes inmobiliarios demasiado optimistas. En el lado de la oferta tenemos economías con persistentes superávits en cuenta corriente que se ven obligadas, por las propias reglas de la aritmética, a invertir esos excedentes en la adquisición de activos extranjeros. Apoyando a toda la estructura tenemos, en el lado de la demanda, la creencia errónea de que las burbujas inmobiliarias no acaban nunca y, por el lado de la oferta, el supuesto implícito de que, a pesar de la existencia de cláusulas que impiden los rescates, nunca se permitiría el impago de uno de sus miembros. Es difícil explicar el comportamiento, tanto de prestatarios como de prestamistas, sin algún tipo de riesgo moral en ambos lados. En estas circunstancias deberíamos reconocer (aunque solo sea en privado) que, aun siendo totalmente legal, hacer que toda la carga de las pérdidas recaiga sobre los deudores no es del todo justo. Y es esto lo que la eurozona está intentando lograr.

Es cierto que a veces no somos conscientes de nuestras posibilidades hasta que las ponemos a prueba, pero, igual que nos pasa en lo personal, buscar los límites puede resultar un juego peligroso. Cuando esta idea se aplica a toda una comunidad—el caso de Grecia en la actualidad—deberíamos recordar que las pruebas extremas a veces sacan lo mejor de las personas, pero a menudo sacan también lo peor. Europa se construyó sobre el fundamento de la generosidad (no siempre de los mismos), y los actos de generosidad siempre acaban dando un beneficio. ■

*Ver *A How-To Manual for Plan B: Options for Restructuring Greek Public Debt*, de Nouriel Roubini, 9 de mayo de 2011.

Alfredo Pastor es profesor del IESE, Universidad de Navarra.

Un duro camino por delante

Ángel Laborda

El País, 15 de mayo de 2011

Un duro camino por delante

ÁNGEL
LABORDA



A finales de abril, el Gobierno aprobó y envió a Bruselas el Programa de Estabilidad 2011-2014, que hasta el momento no habíamos tenido oportunidad de comentar. Es un documento de suma importancia, pues marca las líneas maestras de lo que será la política económica durante los próximos cinco años, especialmente en el ámbito de la política fiscal. Puede alguien pensar que este programa es papel mojado, dado que dentro de un año tendremos un nuevo Gobierno, quizá de un color político diferente, que podría modificar estas líneas de política. Esto es cierto, pero, en todo caso, lo que podrán cambiar serán los instrumentos para obtener los objetivos y compromisos y no tanto estos últimos. Pero, antes de comentar brevemente este documento, es obligado hacer una referencia a los indicadores más importantes conocidos en la semana, el IPC de abril y el avance del crecimiento del PIB en el primer trimestre.

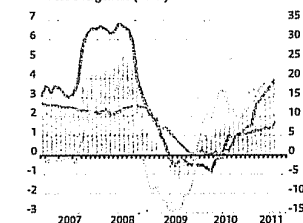
Como había anticipado el INE a finales de abril, el IPC de ese mes nos dio una sorpresa negativa al situarse la inflación algo por encima de lo previsto, concretamente en el 3,8%, dos décimas más que en marzo. La responsabilidad de este aumento se la reparten a partes iguales las subidas de los alimentos elaborados y de los servicios turísticos. Los precios de los cereales y derivados, la leche y productos lácteos, el café, el cacao y el azúcar, entre otros alimentos, siguen su escalada alcista bajo la presión de los elevados aumentos de los precios de las materias primas agrícolas. Baste recordar que estos últimos aumentaron en el primer trimestre un 42% en euros respecto al mismo periodo del año anterior. La subida de la inflación de los precios turísticos se explica en parte por el distinto calendario de la Semana Santa, pero, sobre todo, por el aumento de los márgenes empresariales aprovechando la fuerte demanda, después de unos años de caídas de precios.

Escenario del Plan de Estabilidad

IPC: TOTAL Y COMPONENTES

Variación interanual en %

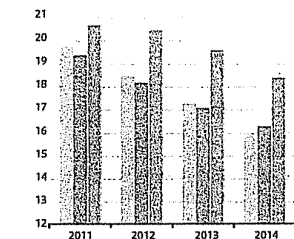
IPC total (izda.)
Bienes Industriales y servicios no energéticos (izda.)
Alimentos (izda.)
Ptos energéticos (dcha.)



PIB: PREVISIONES A MEDIO PLAZO

Porcentaje de la población activa

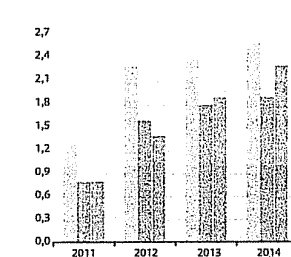
Gobierno FMI Funcas



PIB: PREVISIONES A MEDIO PLAZO

Variación media anual en %

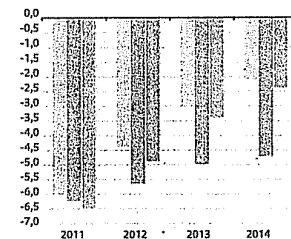
Gobierno FMI Funcas



DÉFICIT PÚBLICO: PREVISIONES A MEDIO PLAZO

Porcentaje del PIB

Gobierno FMI Funcas



Fuentes: FMI, MEH, INE y Funcas. Gráficos elaborados por A. Laborda.

EL PAÍS

Las previsiones de inflación para lo que resta del año no cambian, pues esta desviación al alza de abril se compensa con la bajada que han experimentado los precios del petróleo en las últimas semanas. Se espera una estabilización hasta julio y una flexión a la baja desde entonces, cuando se empiecen a descontar los efectos escalón introducidos por los aumentos de impuestos indirectos y el precio del petróleo. La tasa de diciembre se situaría en el 2,7%, y la media anual, en el 3,5%.

Esta elevada tasa de inflación debe de

estar haciendo estragos en la renta real de los hogares y, por tanto, en el consumo. Por eso, entre otros factores, nos ha sorprendido el avance del INE del crecimiento del PIB en el primer trimestre, que enmienda la plana al Banco de España (cosa que casi nunca ocurre) al estimar un 0,3% trimestral, una décima más que el Banco y que lo esperado por el consenso de analistas.

El Programa de Estabilidad incluye el marco de previsiones y objetivos en el que este Gobierno piensa que debe desenvolverse la política fiscal hasta 2014. En el

ámbito macroeconómico propone previsiones de crecimiento del PIB que a casi todos nos parecen optimistas (gráfico superior derecho). El Gobierno argumenta que los saneamientos y reformas en marcha potenciarán el crecimiento. Esto es así teóricamente, pero debe ser matizado, en primer lugar, porque las reformas no están siendo lo suficientemente ambiciosas para que sus efectos sean significativos y, en segundo lugar, porque posiblemente el Gobierno infravalora los efectos contractivos durante los dos o tres próximos años de los procesos de ajuste en marcha en los ámbitos fiscal, financiero e in-

El Gobierno infravalora los efectos de los ajustes en el ámbito fiscal, financiero e inmobiliario

Apenas se explicitan las medidas para lograr reducir el déficit público al 3% del PIB en 2014

mobiliario. No se puede sorber y soplar a la vez, dice el refrán.

En el ámbito fiscal se mantiene el objetivo de reducir el déficit público al 3% del PIB en 2013 y se añade el de 2014, que debe seguir bajando hasta el 2,1%. El problema es que, salvo para 2011, apenas se explicitan las medidas a tomar para llegar a estas cifras. Por eso, y por un escenario macroeconómico menos favorable, el FMI, en sus últimas previsiones, llegaba a 2013 con un déficit del 5% (gráfico inferior derecho). Entre esas medidas, nada se dice de la necesaria reforma de las Administraciones Públicas o de la sanidad. En definitiva, a los nuevos gobernantes y a la sociedad española les quedan muchas y duras tareas por hacer. ■

Ángel Laborda es director de coyuntura de la Fundación de las Cajas de Ahorros (Funcas).

Regular las agencias de rating

Javier Ayuso

El País, 27 de marzo de 2011

Regular las agencias de 'rating'

JAVIER
AYUSO



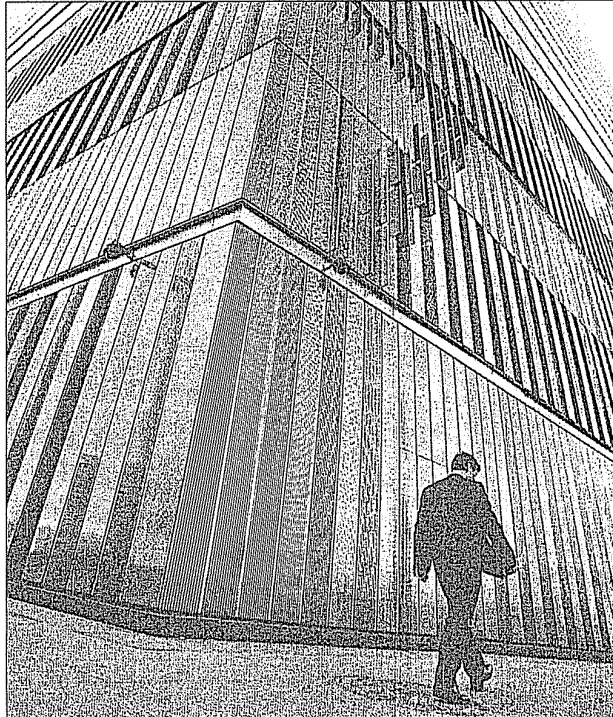
En Japón existe una inveterada costumbre de pedir perdón cuando se comete un error garrafal. No es extraño asistir a actuaciones de líderes políticos, económicos o sociales solicitando el perdón de los ciudadanos ante una metedura de pata, antes de presentar la dimisión. Aunque en Occidente no exista esa costumbre, muchos inversores castigados por quiebras recientes echan de menos que los directivos de las tres principales agencias de rating del mundo (Moody's, Standard and Poor's y Fitch) no hayan reconocido públicamente su error al mantener la máxima calificación a Lehman Brothers, o de otras empresas cotizadas, hasta el día antes de que quebraran.

Y lo que más extraña es que estas agencias se hayan pasado ahora al otro lado del péndulo y se dediquen a reducir drásticamente la calificación de la deuda soberana de algunos países europeos (entre ellos, España) en el momento más inoportuno, causando un daño irreparable a sus cuentas públicas, al generar un círculo vicioso: la bajada de rating aumenta el coste de la refinanciación de una deuda que está condenada a crecer exponencialmente. Se impone una regulación europea de estas sociedades que abusan, en muchos casos, de posición de dominio a la hora de ejercer su actividad.

Sucede, además, que no es la primera vez que caen grandes imperios considerados AAA o AA por las agencias de calificación estadounidenses. WorldCom, Parmalat, Enron, AIG, Goldman Sachs, AMRO, Dubai Investments y, por supuesto, las decenas de productos estructurados que empaquetaban hipotecas subprime de EE UU, con un lazo de oro y un contenido de auténtica basura, como más tarde se demostró.

El último episodio sucedió hace escasas dos semanas en España. Los mercados esperaban que el 10 de marzo el Banco de España presentara el informe sobre la solvencia de las entidades financieras (bancos y cajas de ahorro) españolas. Estaba anunciado con días de antelación. Pero a primera hora de la mañana de ese jueves, Moody's sorprendió al mercado con una rebaja de un escalón en la nota de solvencia de España, aduciendo que el coste para el Estado de la capitalización de estas entidades se situaría entre los 40.000 y los 50.000 millones de euros. Pocas horas después, el Banco de España situaba el agujero en 15.000 millones.

Como no es la primera vez que estas



Sede de la agencia Moody's en Nueva York. / JESSICA RINALDI (REUTERS)

La UE ha censurado la actuación de las agencias, pero no termina de aprobar nuevas leyes

agencias actúan así (el caso griego es el más sangrante), las autoridades comunitarias han puesto el grito en el cielo. Tanto la Comisión Europea como el Banco Central Europeo han censurado su actuación, llegando a hablar de "actuaciones irracionales". Y, por supuesto, la vicepresidenta Elena Salgado y el propio Banco de España han expresado sus dudas sobre la forma de actuar de Moody's. Hasta el FMI ha criticado abiertamente su actuación, al incluir un capítulo en el último *World Economic Outlook*, en octubre de 2010, titulado "Usos y abusos de las agencias de calificación".

Sin embargo, la UE no termina de lanzar una auténtica nueva legislación que regule su actividad. El año pasado la UE se limitó a exigir un registro de carácter obligatorio para estas sociedades, sin que haya supuesto ningún cambio significativo en su forma de actuar.

Las agencias de calificación nacieron a principios de los años noventa en EE UU, tras la quiebra de la firma Knickerbocker Trust Company (en 1907), que hizo perder a la Bolsa de Nueva York casi la mitad de su valor. Inicialmente, cobraban a los inversores. Pero con el paso del tiempo vieron que el negocio estaba en cobrar a los emisores, creándose un clarísimo conflicto de intereses que nunca se ha llegado a resolver. Además, las tres grandes del sector controlan más del 90% del negocio (77% entre Moody's y S&P y un 15% Fitch), y generan más de 2.000 millones de dólares en beneficios anuales entre ellas.

Los últimos datos oficiales cifran en

500.000 euros anuales lo que paga el Estado español a esas tres agencias, las únicas reconocidas por la CNMV.

Ramiro Losada López, técnico del Servicio de Estudios de la CNMV, publicó el año pasado un interesantísimo informe sobre la actividad de estas agencias, en el que explica que ejercen una triple función: son intermediarias de información y certifican y estandarizan las cuentas y las proyecciones financieras de las empresas cotizadas o emisoras de bonos. Con unas rentabilidades de entre el 30% y el 50%, las tres grandes del sector obtienen más del 40% de sus ingresos por la calificación de productos estructurados y ejercen en muchos casos "comportamientos anticompetitivos" mediante una triple estrategia: emisiones de rating no solicitadas, *notching* punitivo y venta de lotes.

Dejando a un lado los aspectos técnicos de su función, hay consideraciones éticas y de pura oportunidad que han puesto en entredicho su trabajo. Jesús Fernández-Vi-

Estas sociedades abusan a menudo de posición de dominio a la hora de ejercer su actividad

llaverde, de la Universidad de Pensilvania y de Fedea, explicaba el domingo pasado en este periódico que las agencias de calificación tienen como objetivo ganar dinero, como todas las sociedades anónimas. Y que estas empresas, y en concreto Moody's, sufrieron un golpe espectacular con la reciente crisis financiera. "Su respuesta natural ha sido", explica Fernández-Villaverde, "reconstruir su reputación pecando de excesivo pesimismo y anunciando necesidades muy rigurosas".

Nadie pretende, a estas alturas, negar que las entidades financieras españolas tengan fuertes necesidades de capitalización, o que un grupo amplio de países europeos, incluida España, tengan que hacer importantes esfuerzos de reducción del déficit y la deuda pública para poder hacer frente a sus pagos futuros. Pero en una situación tan delicada como la actual, las agencias de calificación deberían ejercer su función con un plus de responsabilidad y, visto que la autorregulación brilla por su ausencia, se impone una regulación por parte de las autoridades europeas.

Si Jean-Claude Juncker, presidente del Eurogrupo, o Jean-Claude Trichet, presidente del Banco Central Europeo, han llegado a calificar de "irracional" la actuación de estas entidades, ¿a qué esperan para proponer una nueva reglamentación sobre su actividad?

EL PAÍS.COM

► Siga cada semana los debates en la página web del diario.